

УДК 334.7
ББК 65.291
Д 75

Рецензенты: И. П. Сабодаш, зам. председателя правления
Гомельского облпотребсоюза;
Н. В. Максименко, канд. экон. наук, доцент, декан
факультета бизнес-образования Белорусского торгово-
экономического университета потребительской
кооперации

Рекомендован научно-методическим советом учреждения образо-
вания «Белорусский торгово-экономический университет потреби-
тельской кооперации». Протокол № 5 от 14 июня 2011 г.

Дробышевский, Л. Н.

Д 75 Экономическая оценка предприятия : курс лекций для студентов
специальности 1-25 01 07 «Экономика и управление на предприя-
тии» специализации 1-25 01 07 11 «Экономика и управление на
предприятии промышленности» / Л. Н. Дробышевский. – Гомель :
учреждение образования «Белорусский торгово-экономический уни-
верситет потребительской кооперации», 2012. – 220 с.
ISBN 978-985-461-990-3

**УДК 334.7
ББК 65.291**

ISBN 978-985-461-990-3

© Дробышевский Л. Н., 2012
© Учреждение образования «Белорусский
торгово-экономический университет
потребительской кооперации», 2012

ВВЕДЕНИЕ

Основными целями дисциплины являются формирование экономического мышления и системы специальных знаний в области оценочной деятельности, теоретических методических и практических подходов к экономической оценке предприятия, комплексное изучение основ формирования, тенденций и актуальных проблем развития оценочной деятельности в Республике Беларусь, роли государства в этих процессах.

Задачи изучения дисциплины «Экономическая оценка предприятия» включают теоретическую и практическую подготовку студентов по следующим основным вопросам:

- сущность, организация, тенденции и актуальные проблемы развития оценочной деятельности в Республике Беларусь;
- зарубежный опыт экономической оценки предприятий в условиях инновационной экономики;
- регулирование оценочной деятельности государством;
- теоретические аспекты и методологии оценочной деятельности, технологии ее осуществления;
- обоснование наиболее существенных методологических проблем экономической оценки стоимости имущества предприятия;
- особенности выбора и согласования подходов к оценке имущества предприятия при определении его стоимости;
- особенности экономической оценки предприятий для различных целей: реструктуризации, слияния, поглощения, разукрупнения;
- место и роль экономической оценки предприятия в системе антикризисного управления;
- методы повышения рыночной стоимости предприятия.

В результате изучения дисциплины студент должен знать механизм осуществления оценочной деятельности предприятия, систематизировать знания в области оценки бизнеса; научиться правильно интерпретировать результаты оценки; рассмотреть типичные ошибки в оценке бизнеса, научиться их избегать; ознакомиться с подходами к оценке бизнеса в современных условиях; рассмотреть реальные примеры оценки бизнеса различных типов и отраслей.

Студент должен уметь:

- подготавливать информацию для проведения экономической оценки предприятия;
- оценивать финансовое положение предприятия;
- правильно выбирать методы для проведения экономической оценки предприятия;

- обобщать результаты оценки, полученные при использовании различных подходов;
- правильно интерпретировать результаты оценки;
- составлять отчет об оценке бизнеса;
- оценивать рыночную стоимость предприятия для различных целей: реструктуризации, слияния, поглощения, разукрупнения;
- проводить диагностику финансового состояния предприятия в антикризисном управлении;
- применять основные методы и пути повышения рыночной стоимости предприятия.

Содержание курса в методологическом плане основывается на знании таких дисциплин, как экономическая теория, национальная экономика Республики Беларусь, система государственного регулирования, статистика, экономика предприятия и других, предусмотренных учебным планом.

Раздел 1. КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Тема 1. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА ПРЕДПРИЯТИЯ В УСЛОВИЯХ ИННОВАЦИОННОЙ ЭКОНОМИКИ

План

- 1.1. Экономическая оценка в условиях формирования новой экономики.
- 1.2. Оценка деятельности предприятий в условиях инновационной экономики.

1.1. Экономическая оценка в условиях формирования новой экономики

Мировая экономика вступила в эпоху, которую характеризуют небывалое ожесточение конкуренции, «коммодизация» (превращение ранее уникальных продуктов в рядовые), стремительность перемен, быстрое устаревание технологий, маркетинговых идей и профессий. И, разумеется, властное проникновение сети «Интернет» во все сферы экономики. Все эти процессы сейчас принято называть «новой экономикой».

Новая экономика – это экстремальный антрепренерский рынок, почти без границ, предполагающий интуитивное маркетинговое мышление.

Новая экономика формирует мир, в котором:

- люди работают мозгами, а не руками;
- коммуникационные технологии создают глобальную конкуренцию (не просто для кроссовок или компьютеров, но также для банковских займов и других услуг, которые нельзя упаковать в ящик и отправить);
- инновации важнее, чем массовые продукты;
- быстрые изменения происходят постоянно.

В новой экономике смогут работать компании, команды, менеджеры и сотрудники, которые в избытке наделены качествами, называемыми «неосвязаемыми активами». К этим качествам можно отнести предпринимательский дух, системное мышление, постоянную учебу, атмосферу творчества, нестандартность и скорость принятия решений, здоровый авантюризм, экспериментирование, командный дух, способность работать в условиях почти непрерывных изменений.

Основные черты новой экономики следующие:

1. *Интернетизация всей экономики.* Сегодня мировой интернет-трафик удваивается каждые 100 дней. Нынешняя экономика напоминает экологию, в которой организмы развиваются совместно и находятся в постоянном движении, что предполагает глобальный обмен информацией и знаниями.

2. *Знания как производительная сила.* Другое название новой экономики – это экономика знаний, корпоративных знаний. Под этим следует понимать совокупный интеллект, квалификацию и изобретательность сотрудников, самые современные инструменты, свободу творчества и бизнеса, мгновенную реакцию на возникающие тенденции и культуру постоянного совершенствования. Все это должно быть направлено на создание чего-то поистине особенного.

3. *Постоянная учеба.* В экономике знаний процесс образования, обучения, самообучения – это процесс постоянный и неформальный.

4. *Кадры действительно решают все!* Сейчас формируется новый рынок рабочей силы. Постепенно формируется новый образ работника – партнера, бизнесмена, собственника. Он ждет возможности карьерного роста и надлежащего материального и морального вознаграждения.

5. *Время талантов.* Резко возрастает роль талантливых людей, основных носителей знаний и идей. Талантливых людей притягивает

среда, которая развивает их интеллект, поощряет ответственность, повышает карьерный потенциал и дает хорошую компенсацию.

6. *Изменения как образ жизни.* Новая экономика – это экономика постоянных перемен. Многое меняется очень быстро уже сейчас. Единственный способ выжить в таких условиях – начинать разработку продукта № 2, когда продукт № 1 только запускается, и выводить № 2 на рынок тогда, когда цена на № 1 начинает падать, так как конкуренты-имитаторы уже научились его производить.

7. *Экстремальный маркетинг.* Конкуренция в новой экономике в значительной мере переносится в сеть «Интернет». В этой борьбе побеждает не обязательно тот, кто предлагает наилучший продукт, а тот, кто более грамотно доносит до потенциального покупателя суть своего решения; иначе говоря, тот, кто лучше рекламирует.

С учетом этого сформированы следующие десять главных идей новой экономики:

- Стимулы влияют на поведение людей.
- За все надо платить.
- Торговля всегда полезна.
- Создание препятствий торговле приносит вред.
- Доходы определяются производительностью.
- Четыре источника роста доходов (более квалифицированный труд, накопление капитала, технический прогресс, улучшение экономической организации общества).
- Личный доход есть вознаграждение за услуги, оказываемые другим.
- Прибыль побуждает бизнес работать на общественное благосостояние.
- Принцип «невидимой руки» (рыночные цены направляют личный интерес на общее благо).
- Пренебрежение побочными эффектами и отдаленными последствиями экономических решений является наиболее распространенной причиной просчетов в экономике.

1.2. Оценка деятельности предприятий в условиях инновационной экономики

Современное состояние социально-экономического развития перерабатывающих предприятий потребительской кооперации выдвигает вопрос об инвестициях на первый план. Необходимым условием их глубокой структурной перестройки и обеспечения устойчивого экономического роста является увеличение объема инвестиций и по-

вышение их эффективности. Развитие предприятия невозможно без роста экономического потенциала, применения современных технологий, расширения уровня производственной деятельности, осуществление которых представляет собой инвестиционный процесс.

Экономическая эффективность – базовая категория теории и практики принятия управленческих решений об инвестировании средств в развитие производства. Определение категории «экономическая эффективность» является исходным для выяснения как содержания, так и методики определения экономической оценки инвестиций, направляемых на разработку и реализацию инвестиционных проектов. Дать экономическую оценку таких инвестиций означает определить эффективность по конкретному инвестиционному проекту.

Определение экономической эффективности инвестиционного проекта заключается в решении двуединой задачи – выяснения соответствия проекта, заложенных в нем технических, технологических, организационных, маркетинговых, финансовых и других решений целям и интересам инвесторов.

Для принятия эффективных управленческих решений в сфере инвестиционной деятельности собственникам и руководству предприятия часто требуется информация о стоимости бизнеса. В проведении оценочных работ заинтересованы и другие стороны: государственные структуры (контрольно-ревизионные и другие органы), кредитные организации, страховые компании, поставщики, инвесторы и акционеры.

Повышение стоимости предприятия – один из показателей роста доходов его собственников. Поэтому периодическое проведение оценки стоимости бизнеса можно использовать для анализа эффективности управления предприятием. Традиционные методы финансового анализа основаны на расчете финансовых коэффициентов и только на данных бухгалтерской отчетности предприятия. Однако наряду с внутренней информацией в процессе оценки стоимости предприятия необходимо анализировать данные, характеризующие условия работы предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом.

Результаты оценки бизнеса, получаемые на основе анализа внешней и внутренней информации, необходимы не только для проведения переговоров о купле-продаже. Они играют существенную роль при выборе стратегии развития предприятия: в процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы предприятия, степень его устойчивости и ценность имиджа; для принятия обоснованных управленческих решений необходима инфляционная корректировка

данных финансовой отчетности, являющейся базой для принятия финансовых решений; для обоснования инвестиционных проектов по приобретению и развитию бизнеса нужно иметь сведения о стоимости всего предприятия или части его активов.

Знание основ оценки стоимости предприятия (бизнеса) и управления ею, умение применять на практике результаты такой оценки – залог принятия эффективных управленческих решений, достижения требуемой доходности предприятия.

Тема 2. ПОНЯТИЕ, ЦЕЛИ И ПРИНЦИПЫ ОРГАНИЗАЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯ

План

- 2.1. Сущность экономической оценки деятельности предприятия.
- 2.2. История развития и организация оценочной деятельности в Республике Беларусь.
- 2.3. Объекты и субъекты стоимостной оценки.
- 2.4. Цели экономической оценки предприятия.
- 2.5. Основные принципы экономической оценки предприятия.
- 2.6. Методологические и практические проблемы совершенствования оценки различных объектов собственности.

2.1. Сущность экономической оценки деятельности предприятия

Для республики сегодня характерно множество экономических проблем, свойственных развивающейся в направлении рынка стране. Многие из них обозначаются весьма нестандартно, своеобразно. В первую очередь это относится к проблеме оценки бизнеса. Как известно, в эпоху кризисов, глубоких потрясений особое внимание уделяется современному пониманию профессионализма, требуемого для грамотного управления любой компанией. Большую роль здесь играет и оценка бизнеса. Все чаще отмечается, например, необходимость использовать оценку стоимости для принятия лучших решений.

Основная цель – каждое управленческое решение должно быть со всех сторон осмыслено с точки зрения того, повышает ли его реализация стоимость компании. Там, где фондовый рынок развит, рыночная стоимость компании определяется реально.

В основе объективной рыночной оценки стоимости бизнеса всегда лежат серьезные прогнозы, расчеты денежных потоков будущих периодов. Естественно, что ныне реальные предположения о предстоящем достаточно туманны. К тому же в нашей стране нередко еще ставят знак равенства между стоимостью компании и стоимостью ее материальных активов.

Оценка стоимости предприятия (бизнеса) – это расчет и обоснование стоимости предприятия на определенную дату.

Оценка стоимости бизнеса, как и любого другого объекта собственности, представляет собой целенаправленный упорядоченный процесс определения величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка.

Определение сущности оценки стоимости раскрывает основные сущностные черты данного процесса.

Первая сущностная характеристика в том, что оценка стоимости предприятия (бизнеса) – это процесс, т. е. для получения результата эксперт-оценщик должен проделать ряд операций, очередность и содержание которых зависят от цели оценки, характеристик объекта и выбранных методов. Вместе с тем можно выделить общие для всех случаев этапы оценки: определение цели оценки, выбор вида стоимости, подлежащего расчету, сбор и обработка необходимой информации, обоснование методов оценки стоимости; расчет величины стоимости объекта, внесение поправок; выведение итоговой величины, проверка и согласование полученных результатов.

Вторая сущностная характеристика оценки, а именно то, что этот процесс – упорядоченный, т. е. все действия совершаются в определенной последовательности. Ни один из этапов нельзя пропустить или переставить на другое место. Это приведет к искажению конечного результата.

Третья черта в том, что оценка стоимости – процесс целенаправленный. Эксперт-оценщик в своей деятельности всегда руководствуется конкретной целью.

Четвертая черта процесса оценки стоимости заключается в том, что оценщик всегда определяет величину стоимости как количество денежных единиц, следовательно, все стоимостные характеристики должны быть выражены количественно, независимо от того, насколько просто они поддаются точному измерению и денежному выражению.

Пятая сущностная черта стоимостной оценки заключается в ее рыночном характере. Это означает, что оценщик обязательно учиты-

вает совокупность рыночных факторов: рыночную конъюнктуру, текущую ситуацию в отрасли и в экономике в целом.

Результатом произведенной оценки является рассчитанная величина рыночной стоимости или ее модификации.

Определяя величину стоимости, оценщик старается учесть всю полноту влияния основных факторов, к числу которых относятся доход, генерируемый оцениваемым объектом, риски, сопровождающие получение этого дохода, среднерыночный уровень доходности на аналогичные объекты, характерные черты оцениваемого объекта, включая состав и структуру активов и обязательств (или составных элементов), конъюнктура рынка, текущая ситуация в отрасли и в экономике в целом.

Таким образом, оценка стоимости позволяет решать многие насущные задачи в рыночной экономике. Будучи важным инструментом рыночной экономики, стоимостная оценка должна быть определенным образом организована. От этого зависит качество работы оценщиков, эффективность и адекватность принимаемых с их помощью решений.

2.2. История развития и организация оценочной деятельности в Республике Беларусь

Важнейшее место в оценочной деятельности занимают организационные проблемы. Они охватывают регулирование оценочной деятельности, стандарты оценки, договорные отношения, профессиональное образование оценщиков и этику профессиональной оценочной деятельности.

Законодательство, регулирующее оценочную деятельность в Республике Беларусь, только начинает развиваться, хотя потребность в оценке имущества рыночными методами возникла еще в период 1993–1997 гг.

Методические рекомендации по оценке недвижимости и имущественных прав на нее были утверждены коллегией Министерства по управлению государственным имуществом и приватизации Республики Беларусь (протокол от 27 ноября 2000 г. № 26).

Правительством Республики Беларусь в 2002 г. были приняты постановления о проведении оценки земель населенных пунктов и о порядке проведения оценки, переоценки земель, земельных участков.

Введены в действие постановление Министерства экономики Республики Беларусь от 28 июня 2004 г. № 159 «Об утверждении Инструкции об оценке и порядке продажи предприятия и иного имущества

должника, находящегося в процедуре экономической несостоятельности (банкротства)» и постановление Министерства экономики Республики Беларусь от 5 марта 2004 г. № 65 «Об утверждении Инструкции по оценке рыночной стоимости предприятий». Указанные инструкции базировались на оценке имущества рыночным методом, что позволяло оценщикам при оценке имущества определять как рыночную стоимость, так и другие виды стоимости в зависимости от цели оценки.

Важнейшим шагом в развитии оценочной деятельности стало принятие Указа Президента Республики Беларусь от 13 октября 2006 г. № 615 «Об оценочной деятельности в Республике Беларусь» (далее – Указ Президента Республики Беларусь № 615).

Данным Указом определены компетенция Президента Республики Беларусь, Совета Министров Республики Беларусь и Государственного комитета по имуществу и других органов государственного управления в области оценочной деятельности, утверждено Положение об оценке стоимости объектов гражданских прав в Республике Беларусь, которым:

- установлены объекты гражданских прав, подлежащие оценке в соответствии с этим Положением;
- определены методы оценки, основания оценки, перечень документов, представляемых заказчику по результатам оценки;
- определены требования к содержанию этих документов;
- установлены случаи обязательного проведения оценки;
- установлены права и обязанности исполнителя оценки, его ответственность за убытки, причиненные в результате осуществления оценочной деятельности;
- определены требования к оценщикам.

В развитие Указа Президента Республики Беларусь № 615 Правительством Республики Беларусь приняты следующие постановления:

- Постановление Совета Министров Республики Беларусь от 7 мая 2007 г. № 562 «О методах оценки стоимости объектов гражданских прав при осуществлении с ними определенных видов сделок и (или) иных юридически значимых действий».

- Постановление Совета Министров Республики Беларусь от 17 мая 2007 г. № 623 «О нормах для оценки жилых домов, садовых домиков, дач, примыкающих к ним строений, а также расположенных отдельно от них хозяйственных (подсобных и дворовых) построек и гаражей».

- Постановление Совета Министров Республики Беларусь от 24 мая 2007 г. № 669 «О некоторых вопросах применения Указа Президента Республики Беларусь от 13 октября 2006 г. № 615».

- Постановление Совета Министров Республики Беларусь от 5 февраля 2007 г. № 148 «Об утверждении Положения о порядке проведения аттестаций оценщиков и Положения о порядке ведения государственного реестра оценщиков».

Указанные нормативные правовые акты устанавливают следующее:

- порядок проведения аттестации физических лиц на право проведения независимой оценки объектов оценки;
- выдачу свидетельства об аттестации оценщика, его дубликата;
- внесение изменений в свидетельство, продление и прекращение действия свидетельства;
- методы оценки объектов гражданских прав при совершении с ними определенных видов сделок;
- нормы для оценки жилых домов, садовых домиков, дач, иных построек.

Указом Президента Республики Беларусь № 615 предусмотрена разработка и утверждение государственных стандартов Республики Беларусь по оценке объектов гражданских прав.

В целях повышения качества оценочных работ Государственным комитетом по имуществу в декабре 2008 г. создан интернет-ресурс «Цены на недвижимость в Беларуси» (<http://pr.nca.by>), предназначенный для предоставления на безвозмездной основе оценщикам недвижимости сведений о ценах купли-продажи объектов недвижимости из договоров купли-продажи, зарегистрированных в едином государственном регистре недвижимого имущества, прав на него и сделок с ним.

Таким образом, законодательство в области оценочной деятельности урегулировано, но, как и любое другое, нуждается в постоянном совершенствовании, что без конструктивного участия оценщиков-практиков в данном процессе невозможно.

2.3. Объекты и субъекты стоимостной оценки

Процесс оценки предполагает наличие оцениваемого объекта и оцениваемого субъекта.

Субъектом оценочной деятельности являются, с одной стороны, профессиональные оценщики, обладающие специальными знаниями и практическими навыками, с другой стороны, – потребители их услуг, заказчики.

В роли профессиональных оценщиков выступают юридические лица (оценочные фирмы, отделы оценки аудиторских и других компаний) и физические лица (индивидуальные предприниматели).

Профессиональные оценщики работают по заказам, поступающим от государственных органов, предприятий, банков, инвестиционных и страховых институтов, а также граждан.

В своей деятельности они руководствуются правовыми, профессиональными и этическими нормами.

Оценщик имеет право:

- требовать от заказчика оценки представления в полном объеме документации, необходимой для проведения независимой оценки;
- получать от третьих лиц (в том числе от государственных органов и иных организаций) информацию, необходимую для проведения независимой оценки;
- привлекать на договорной основе в соответствии с законодательством специалистов либо организации к выполнению отдельных работ, необходимых для проведения независимой оценки;
- отказаться от проведения независимой оценки в случае, если заказчик оценки нарушил условия договора на ее проведение либо не представил необходимую информацию об объекте оценки.

Обязанности оценщика заключаются в следующем:

- соблюдение требований указа об оценочной деятельности и принятых на его основе нормативных правовых актов;
- обеспечение сохранности документов, полученных от заказчика оценки и третьих лиц;
- неразглашение конфиденциальной информации, за исключением случаев, предусмотренных законодательными актами;
- хранение копий заключений и отчетов об оценке;
- обеспечение сохранности информации на бумажных носителях, содержащей перечень данных, использованных для оценки, с указанием их источника, а также описание процедуры расчета (определения) стоимости объекта оценки;
- представление копий заключений и отчетов об оценке, иной информации, полученной от заказчика оценки, по запросам государственных органов для выполнения возложенных на них функций.

Оценщик не вправе заниматься оценочной деятельностью без заключения договора страхования.

Объектом стоимостной оценки является любой объект собственности. При этом в расчет принимаются не только различные характеристики объекта, но и права, которыми наделен его владелец. Объекты оценки являются объектами гражданских прав, в отношении которых законодательством установлена возможность их участия в гражданском обороте.

В указе об оценочной деятельности к объектам оценки отнесены:

- предприятия как имущественные комплексы;
- капитальные строения (здания, сооружения);
- изолированные помещения, не завершённые строительством объекты;
- земельные участки;
- машины, оборудование, инвентарь, транспортные средства;
- материалы;
- доли в уставном фонде юридического лица;
- ценные бумаги, имущественные права и другое имущество;
- объекты интеллектуальной собственности.

При оценке бизнеса основным объектом выступает деятельность, направленная на получение прибыли и осуществляемая на основе функционирования имущественного комплекса предприятия. Предприятие (организация) является объектом гражданских прав, вступает в хозяйственный оборот, участвует в хозяйственных операциях. В результате возникает потребность в оценке его стоимости.

В состав имущественного комплекса предприятия входят все виды имущества, предназначенные для реализации его целей: для осуществления хозяйственной деятельности и получения прибыли. Поэтому при оценке бизнеса оценщик оценивает предприятие в целом, определяя стоимость его собственного капитала.

Большое значение имеет организационно-правовая форма существования предприятия. При оценке необходимо конкретизировать состав имущества предприятия, его права, ведь структура многих промышленных предприятий очень сложна.

В структуру предприятия могут входить цеха, участки, обслуживающие хозяйства, специальные подразделения, конторские строения, средства связи и коммуникации, которые могут располагаться на разных площадях и даже в разных регионах.

Объектом оценки могут быть объединения или холдинги, или финансово-промышленные группы. В этом случае в рамках одного бизнеса объединяются несколько дочерних компаний, отделений, филиалов. Для правильной оценки необходимо проследить формирование денежных потоков и направления их движения, а также права и роль каждого подразделения. Необходимо также выяснить, входят ли в состав объекта оценки подразделения социально-культурной сферы.

При оценке бизнеса надо учитывать то, что предприятие, будучи юридическим лицом, одновременно является и хозяйствующим субъектом, поэтому его стоимость должна учитывать наличие определен-

ных юридических прав. Это является одной из основных особенностей бизнеса как объекта оценки.

2.4. Цели экономической оценки предприятия

Профессиональный оценщик в своей деятельности всегда руководствуется конкретной целью. Четкая, грамотная формулировка цели позволяет правильно определить вид рассчитываемой стоимости, выбрать метод оценки.

Цель оценки обычно состоит в определении какого-либо вида оценочной стоимости, необходимой клиенту для принятия инвестиционного решения, для заключения сделки, для внесения изменений в финансовую отчетность и т. п. В проведении оценочных работ заинтересованы различные стороны, от государственных структур до частных лиц: контрольно-ревизионные органы, управленческие структуры, кредитные организации, страховые компании, налоговые организации, частные владельцы бизнеса, инвесторы и т. п.

Стороны, заинтересованные в проведении оценочных работ, стремясь реализовать свои экономические интересы, определяют цели оценки.

Оценку бизнеса проводят в следующих целях:

- Повышение эффективности текущего управления предприятием, фирмой.
- Купля-продажа акций, облигаций предприятий на фондовом рынке.
- Принятие обоснованного инвестиционного решения.
- Купля-продажа предприятия его владельцем целиком или по частям.
- Установление доли совладельцев в случае подписания или расторжения договора или в случае смерти одного из партнеров.
- Реструктуризация предприятия. Ликвидация предприятия, слияние, поглощение либо выделение самостоятельных предприятий из состава холдинга предполагают проведение его рыночной оценки, так как необходимо определить цену покупки или выкупа акций, цену конверсии или величину премии, выплачиваемой акционерам поглощаемой фирмы.
- Разработка плана развития предприятия. В процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы фирмы, степень ее устойчивости и ценность имиджа.
- Определение кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании. В данном случае оценка требуется в силу то-

го, что величина стоимости активов по бухгалтерской отчетности может резко отличаться от их рыночной стоимости.

- Страхование, в процессе которого возникает необходимость определения стоимости активов в преддверии потерь.

- Налогообложение. При определении налогооблагаемой базы необходимо провести объективную оценку дохода предприятия, его имущества.

- Принятие обоснованных управленческих решений. Инфляция искажает финансовую отчетность предприятия, поэтому периодическая переоценка имущества независимыми оценщиками позволяет повысить реалистичность финансовой отчетности, являющейся базой для принятия финансовых решений.

- Осуществление инвестиционного проекта развития бизнеса. В этом случае для его обоснования необходимо знать исходную стоимость предприятия в целом, его собственного капитала, активов, бизнеса.

Если же объектом сделки является какой-либо элемент имущества предприятия, а также если определяется налог на имущество и т. п., то отдельно оценивается необходимый объект, например, недвижимость, машины и оборудование, нематериальные активы.

Оценка стоимости отдельных элементов недвижимого имущества предприятия проводится в следующих случаях:

- продажа какой-то части недвижимости, например, чтобы избавиться от неиспользуемых земельных участков, зданий, сооружений; расплатиться с кредиторами; расплатиться с партнерами при нанесении им ущерба согласно решению суда и т. д.;

- получение кредита под залог части недвижимости;

- страхование недвижимого имущества и определение в связи с этим стоимости страхуемого имущества;

- передача недвижимости в аренду;

- определение налоговой базы для исчисления налога на имущество;

- оформление части недвижимости в качестве вклада в уставной капитал другого создаваемого предприятия;

- оценка при разработке бизнес-плана по реализации какого-либо инвестиционного проекта;

- оценка недвижимого имущества как промежуточный этап в общей оценке стоимости предприятия при использовании затратного подхода.

Оценка стоимости оборудования необходима в следующих случаях:

- продажа некоторых единиц оборудования, приборов и оснастки по ряду причин: избавиться от ненужного, физически или морально устаревшего оборудования; расплатиться с кредиторами при непла-

тежеспособности; заменить оборудование более прогрессивным по экономическим и экологическим критериям;

- оформление залога под какую-то часть движимого имущества для обеспечения сделок и кредита;

- страхование движимого имущества;

- передача машин и оборудования в аренду;

- организация лизинга машин и оборудования;

- определение налоговой базы для основных средств при исчислении налога на имущество;

- оформление машин и оборудования в качестве вклада в уставной капитал другого предприятия;

- оценка стоимости машин и оборудования при реализации инвестиционного проекта.

Оценка стоимости фирменного знака или других средств индивидуализации предприятия и его продукции (услуг) производится:

- при их перекупке, приобретении другой фирмой;

- при предоставлении франшизы новым компаньонам, когда расширяется рынок сбыта и увеличивается объем продаж;

- при определении ущерба, нанесенного деловой репутации предприятия незаконными действиями со стороны других предприятий;

- при использовании их в качестве вклада в уставной капитал;

- при определении стоимости нематериальных активов, «гудвилла» для общей оценки стоимости предприятия.

Таким образом, обоснованность и достоверность оценки во многом зависит от того, насколько правильно определена область использования оценки: купля-продажа, получение кредита, страхование, налогообложение, реструктуризация.

2.5. Основные принципы экономической оценки предприятия

Можно выделить три группы взаимосвязанных принципов оценки:

- принципы, основанные на представлениях собственника;

- принципы, связанные с эксплуатацией собственности;

- принципы, обусловленные действием рыночной среды.

Принципы оценки отражают основные закономерности поведения субъектов рыночной экономики. В реальной жизни целый ряд факторов может исказить их действие. Вместе с тем, по мере развития в нашей стране рыночных отношений действие объективных принципов оценки бизнеса будет усиливаться.

Первая группа принципов. Ключевым критерием стоимости любого объекта собственности является его полезность. Бизнес обладает

стоимостью, если может быть полезен реальному или потенциальному собственнику.

Принцип полезности заключается в том, что, чем больше предприятие способно удовлетворять потребность собственника, тем выше его стоимость.

С точки зрения любого пользователя, оценочная стоимость предприятия не должна быть выше минимальной цены на аналогичное предприятие с такой же полезностью. Кроме того, за объект не разумно платить больше, чем может стоить создание нового объекта с аналогичной полезностью в приемлемые сроки.

Из принципа полезности вытекает еще один принцип оценки – принцип ожидания, или предвидения. Конечно, прошлое и настоящее бизнеса важны, однако его экономическую оценку определяет его будущее. Прошлое и настоящее бизнеса являются лишь исходной основой, ключом к пониманию будущего. Полезность любого бизнеса, предприятия определяется тем, во сколько сегодня оцениваются прогнозируемые будущие выгоды (доходы). Принцип ожидания заключается в определении текущей стоимости дохода или других выгод, которые могут быть получены в будущем от владения данным предприятием.

Вторая группа принципов оценки обусловлена эксплуатацией собственности и связана с представлением производителей.

Доходность любой экономической деятельности определяется четырьмя факторами производства: землей, рабочей силой, капиталом и управлением. Доходность бизнеса – это результат действия всех четырех факторов, поэтому стоимость предприятия как системы определяется на основе оценки дохода. Для оценки предприятия нужно знать вклад каждого фактора в формирование дохода предприятия. Отсюда следует принцип вклада, который сводится к следующему: включение любого дополнительного актива в систему предприятия экономически целесообразно, если получаемый прирост стоимости предприятия больше затрат на приобретение этого актива.

Остаточная продуктивность может быть результатом того, что земля дает возможность пользователю извлекать максимальные доходы или до предела уменьшать затраты. Например, предприятие будет оценено выше, если земельный участок способен обеспечивать более высокий доход или если его расположение позволяет минимизировать затраты. Остаточная продуктивность земельного участка определяется как чистый доход после того, как оплачены расходы на менеджмент, рабочую силу и эксплуатацию капитала. Это принцип остаточной продуктивности.

Изменение того или иного фактора производства может увеличивать или уменьшать стоимость объекта. Из этого важного положения экономической теории вытекает еще один принцип оценки бизнеса, содержание которого можно свести к следующему: по мере добавления ресурсов к основным факторам производства чистая отдача имеет тенденцию увеличиваться быстрее темпа роста затрат, однако после достижения определенной точки общая отдача хотя и растет, однако уже замедляющимися темпами. Это замедление происходит до тех пор, пока прирост стоимости не станет меньше, чем затраты на добавленные ресурсы. Этот принцип базируется на теории предельного дохода и называется принципом предельной производительности.

При оценке стоимости предприятия необходимо учитывать принцип сбалансированности (пропорциональности), согласно которому максимальный доход от предприятия можно получить при соблюдении оптимальных величин факторов производства.

Одним из важных моментов действия данного принципа является соответствие размеров предприятия потребностям рынка. Так, если предприятие является слишком большим для удовлетворения потребностей рынка, то его эффективность падает, особенно если затруднена доставка ресурсов или товаров.

Третья группа принципов напрямую обусловлена действием рыночной среды.

Как уже отмечалось, полезность определена во времени и пространстве. Рынок учитывает эту определенность прежде всего через цену. Если предприятие соответствует рыночным стандартам, характерным в конкретное время для данной местности, то цена на него будет колебаться вокруг среднерыночного значения; если же объект не соответствует требованиям рынка, то это, как правило, отражается через более низкую цену на данное предприятие. С действием такой закономерности связан другой принцип – принцип соответствия, согласно которому предприятия, не соответствующие требованиям рынка по оснащенности производства, технологии, уровню доходности и т. д., скорее всего будут оценены ниже среднего.

С принципом соответствия связаны принципы регрессии и прогрессии. Регрессия имеет место, когда предприятие характеризуется излишними применительно к данным рыночным условиям улучшениями. Рыночная цена такого предприятия, вероятно, не будет отражать его реальную стоимость и будет ниже реальных затрат на его формирование. Прогрессия имеет место, когда в результате функционирования соседних объектов, например, объектов, обеспечиваю-

щих улучшенную инфраструктуру, рыночная цена данного предприятия скорее всего окажется выше его стоимости.

На ценообразование влияет конкуренция. Содержание принципа конкуренции сводится к следующему: если ожидается обострение конкурентной борьбы, то при прогнозировании будущих прибылей данный фактор можно учесть либо за счет прямого уменьшения потока доходов, либо путем увеличения фактора риска, что опять же снизит текущую стоимость будущих доходов.

Стоимость бизнеса определяется не только внутренними факторами, но во многом – внешними. Стоимость предприятия, его имущества в значительной мере зависит от состояния внешней среды, степени политической и экономической стабильности в стране. Следовательно, при оценке предприятия необходимо учитывать принцип зависимости от внешней среды.

Изменение политических, экономических и социальных сил влияет на конъюнктуру рынка и уровень цен. Стоимость предприятия изменяется. Следовательно, оценка стоимости предприятия должна проводиться на определенную дату. В этом заключается суть принципа изменения стоимости.

Результатом такого анализа является определение наилучшего и наиболее эффективного использования собственности, иначе говоря, определение направления использования собственности предприятия юридически, технически осуществимо и обеспечивает собственнику максимальную стоимость оцениваемого имущества. В этом заключается принцип наилучшего и наиболее эффективного использования.

2.6. Методологические и практические проблемы совершенствования оценки различных объектов собственности

В целях дальнейшего совершенствования оценочной деятельности в республике принят подготовленный Государственным комитетом по имуществу Указ Президента Республики Беларусь от 6 августа 2010 г. № 410 «О внесении изменений и дополнений в Указ Президента Республики Беларусь от 13 октября 2006 г. № 615». На основании данного Указа проведено следующее:

- расширена компетенция Государственного комитета по имуществу в области оценки стоимости объектов гражданских прав;

- установлена обязательная аттестация экспертов при осуществлении ими судебно-экспертной деятельности по вопросам оценки стоимости объектов гражданских прав;
- расширен круг лиц, являющихся заказчиком проведения независимой оценки;
- определены случаи обязательной экспертизы достоверности оценки;
- предусмотрена возможность проведения инициативной экспертизы достоверности оценки.

В настоящее время Государственным комитетом по имуществу по поручению Правительства Республики Беларусь разрабатывается порядок проведения экспертизы достоверности оценки как обязательной, так и инициативной.

Государственный комитет по имуществу осуществляет контроль за качеством выполнения оценщиками оценочных работ. По результатам контроля при выявлении фактов нарушения оценщиками требований законодательства составляются протоколы об административном правонарушении, которые направляются в хозяйственные суды. Хозяйственные суды рассматривают указанные протоколы и в соответствии с Кодексом об административных правонарушениях Республики Беларусь привлекают нарушителей к административной ответственности.

Большое место в развитии оценочной деятельности во всем мире отводится общественным объединениям. Однако в Беларуси нет развитой сети общественных саморегулируемых организаций в области оценки, хотя номинально существует две зарегистрированные оценочные организации: Белорусское общество оценщиков (БОО) и Общественное объединение «Белорусская ассоциация экспертов и сюрвейеров на транспорте» (БАЭС).

Наибольшее развитие в республике получило БАЭС. Специалисты объединения регулярно проводят методические семинары и республиканские конференции в области оценки транспортных средств. А вот что касается БОО, то за двенадцать лет своей деятельности оно не стало авторитетной профессиональной организацией, объединяющей оценщиков.

Поэтому создание профессионального объединения оценщиков в Республике Беларусь является одной из важнейших задач. Такая организация должна объединить оценщиков и защищать их интересы, содействовать повышению уровня их профессиональной квалифика-

ции, создать систему контроля качества услуг по оценке, организовать сотрудничество с международными оценочными организациями.

Следующая проблема, существующая в работе оценщиков, это недостаточное количество источников информации. Каждый оценщик добывает информацию самостоятельно. При этом часто оценщики пользуются непроверенной информацией или ограниченным объемом информации, что затрудняет анализ и выводы по результатам оценки имущества, а иногда приводит к необоснованной итоговой стоимости.

В настоящее время наиболее достоверными источниками информации являются единый государственный регистр недвижимого имущества, прав на него и сделок с ним, реестр цен на земельные участки, реестр административно-территориальных и территориальных единиц, регистр стоимости земельных участков. Однако для определения стоимости объекта оценки информации из данных источников недостаточно, поскольку сделок, зафиксированных по типам объектов недвижимости, сравнительно мало. Источники информации, используемые в оценке недвижимости, – это сайты компаний по продаже и сдаче в аренду объектов недвижимости, ставки процентов по кредитам, справочная информация об износе конструктивных элементов и их сроках службы, а также множество другой справочной и исходной информации.

Кроме того, в Беларуси отсутствует интегрированная автоматизированная система взаимодействия участников рынка оценочных услуг, обеспечивающая взаимодействие и координацию деятельности государственных и местных органов управления, налоговых, национальных земельных и кадастровых служб, банков, риэлтерских и оценочных компаний.

Создание информационных систем потребует финансовых и интеллектуальных ресурсов. Кроме того, необходимо будет принять законодательные решения по использованию информации, определить головную организацию для ведения информационных баз, установить регламент доступа к информации. И тогда потенциальными потребителями таких информационных систем могут быть как государственные, так и негосударственные структуры.

Тема 3. ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ, ПРИМЕНЯЕМЫЕ В ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ОЦЕНКЕ ПРЕДПРИЯТИЯ

План

3.1. Сущность и отличительные черты стоимости. Классификация видов стоимости.

3.2. Виды рисков. Способы учета рисков в оценке стоимости бизнеса.

3.1. Сущность и отличительные черты стоимости. Классификация видов стоимости

Согласно Указу Президента Республики Беларусь от 13 октября 2006 г. № 615 «Об оценочной деятельности в Республике Беларусь» и утвержденного им Положения об оценке стоимости объектов гражданских прав в Республике Беларусь для целей оценки используются следующие основные термины и понятия:

- оценка – определение стоимости объекта оценки;
- оценочная деятельность – предпринимательская деятельность юридических лиц и индивидуальных предпринимателей, связанная с оказанием услуг по оценке;
- оценщик – физическое лицо, проводящее независимую оценку лично как индивидуальный предприниматель либо в качестве работника индивидуального предпринимателя или юридического лица – исполнителя оценки;
- метод оценки – способ расчета стоимости отдельного вида объекта оценки на дату оценки.

Предметом оценки бизнеса является стоимость. Данная категория, сохраняя общетеоретическое содержание, приобретает в процессе оценки специфические оценочные формы, которые называют видами стоимости. Виды стоимости, рассчитываемые оценщиком, можно классифицировать по различным критериям.

Первый критерий – степень рыночности. По степени рыночности различают:

- рыночную стоимость;
- частично рыночную стоимость, которая может быть представлена стоимостью объекта оценки с ограниченным рынком, нормативно рассчитанной стоимостью и другими видами специальной стоимости.

Под рыночной стоимостью в Международных стандартах оценки понимается расчетная величина, за которую предполагается переход имущества из рук в руки на дату оценки в результате коммерческой сделки между добровольным покупателем и добровольным продавцом

после адекватного маркетинга, при этом предполагается, что каждая из сторон действовала компетентно, расчетливо и без принуждения.

Частичной рыночной стоимостью является стоимость объекта оценки с ограниченным рынком, под которым понимается стоимость объекта оценки, продажа которого на открытом рынке невозможна или требует дополнительных затрат по сравнению с затратами, необходимыми для продажи свободно обращающихся на рынке товаров.

Вторым видом частично рыночной стоимости является нормативно-рассчитанная стоимость.

Нормативно рассчитанная (нормативная) стоимость – это стоимость объекта собственности, рассчитываемая на основе методик и нормативов, утвержденных соответствующими органами. При этом применяются единые шкалы нормативов. Как правило, нормативно рассчитанная стоимость не совпадает с величиной рыночной стоимости, однако нормативы периодически обновляются и приводятся в соответствие с существующими условиями рынка.

Второй критерий – методология оценки. В зависимости от методологии оценки, от учитываемых факторов стоимости различают стоимость замещения объекта и стоимость воспроизводства объекта оценки.

Стоимость замещения – это сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки, в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, с учетом износа объекта оценки. При этом предполагается создание нового объекта, являющегося по своим функциональным характеристикам близким аналогом оцениваемого объекта.

Стоимость воспроизводства – это сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату оценки, необходимых для создания объекта, идентичного объекту оценки, с применением идентичных материалов и технологий, с учетом износа объекта оценки.

Третий критерий – состояние объекта после оценки. В зависимости от предполагаемого состояния объекта после оценки различают стоимость при существующем использовании и ликвидационную стоимость.

Стоимость объекта оценки при существующем использовании – это стоимость объекта, определяемая исходя из существующих условий и целей его использования. При этом предполагается, что объект останется действующим и будет функционировать в той же среде, в той же организационно-правовой форме, что и до оценки.

Ликвидационная стоимость – это стоимость объекта оценки в случае, когда он должен быть отчужден в срок, меньший обычного срока экспозиции аналогичных объектов.

Четвертый критерий – цели оценки. В зависимости от конкретных целей и ситуаций различают инвестиционную стоимость, стоимость для целей налогообложения, утилизационную стоимость, специальную стоимость.

Инвестиционная стоимость – это стоимость, определяемая исходя из доходности объекта для конкретного лица при заданных инвестиционных целях. К оценке инвестиционной стоимости обращаются при осуществлении реорганизационных мероприятий и обосновании инвестиционных проектов.

Стоимость для целей налогообложения – стоимость объекта оценки, равная рыночной стоимости объекта оценки, определяемая для исчисления налоговой базы и рассчитываемая в соответствии с положениями нормативных правовых актов (в том числе инвентаризационная стоимость).

Утилизационная стоимость – стоимость объекта оценки, равная рыночной стоимости материалов, которые он в себя включает, с учетом затрат на утилизацию объектов оценки.

Специальная стоимость объекта оценки – стоимость, для определения которой в договоре об оценке или нормативном правовом акте оговариваются условия, не включенные в понятие рыночной или иной стоимости, указанной в стандартах оценки.

При оценке стоимости предприятия можно использовать и такое понятие, как эффективная стоимость. Эффективная стоимость – стоимость активов, равная большей из двух величин (инвестиционной стоимости активов для данного владельца и стоимости их реализации).

Любой вид стоимости, рассчитанный оценщиком, является не историческим фактом, а оценкой ценностей конкретного объекта собственности в данный момент в соответствии с выбранной целью.

3.2. Виды рисков. Способы учета рисков в оценке стоимости бизнеса

Характерной чертой бизнеса в условиях рыночной экономики является наличие риска на всех стадиях жизненного цикла предприятия.

Бизнес-риск – это опасность возникновения непредвиденных потерь, неполучения или недополучения ожидаемой прибыли, дохода

или имущества, денежных средств в связи со случайным изменением условий экономической деятельности предприятия, неблагоприятными обстоятельствами. Такой риск измеряется частотой и вероятностью возникновения потерь.

Предпринимательские, финансовые и инвестиционные риски – обязательные атрибуты рыночной экономики, оказывающие существенное влияние на стоимость бизнеса. При проведении оценочных работ анализу рисков уделяется особое внимание. На этапе сбора и обработки информации оценщик выявляет те виды рисков, которые оказывают наиболее заметные влияния на величину стоимости бизнеса и выбирает способ их учета в расчетах. Для этого, прежде всего, проводится систематизация рисков.

В целях оценки бизнеса риски подразделяются на внешние и внутренние, систематические и несистематические риски.

К *внешним рискам* относятся природно-естественные риски, связанные со стихийными бедствиями и экологией; общеэкономические риски, связанные с изменением макроэкономической ситуации, неблагоприятной конъюнктурой рынка, изменением конкурентной среды, отраслевыми особенностями; политические, связанные с национализацией и экспроприацией, с военными действиями, гражданскими беспорядками, разрывом контракта и договора; финансовые риски, связанные с изменением покупательской способности денег (инфляционные и дефляционные риски), изменением курса национальной валюты, дисбалансом ликвидности, изменением общерыночной ставки процента.

К *внутренним рискам* относятся производственные, связанные с понижением производительности труда, потерей рабочего времени, перерасходом или отсутствием необходимых материалов; технические и технологические, связанные с внедрением новых технологий, инновациями, внедрением результатов научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ; коммерческие, связанные с реализацией продукции; транспортные, связанные с платежеспособностью покупателя и т. п.; инвестиционные, включая риск упущенной выгоды, процентный, кредитный, риск банкротства и т. п.

К *систематическим рискам* относятся такие риски, которые возникают из внешних событий, влияющих на рыночную экономику и не могут быть устранены диверсификацией в рамках национальной экономики.

К *несистематическим рискам* относятся такие, которые могут быть уменьшены или устранены путем диверсификации инвестиций.

Оценщику важно дать количественную оценку выявленным рискам. В абсолютном выражении риск может определяться величиной

возможных потерь в материально-вещественном или стоимостном измерении. В относительном выражении риск определяется как величина возможных потерь, отнесенная к некоторой базе, в виде которой наиболее удобно принимать либо имущественное состояние предпринимателя, либо общие затраты ресурсов на данный вид предпринимательской деятельности, либо ожидаемый доход (прибыль) от предпринимательства.

При измерении рисков следует учитывать случайный характер возможных потерь. Возникнут потери или нет, какова будет их конкретная величина, зависит от того, как сложатся события в ходе выполнения бизнес-операций. Эти условия носят во многом неопределенный характер, и предвидеть их заранее не представляется возможным.

Получив представление о наиболее вероятных рисках, их качественных и количественных характеристиках, оценщик выбирает способ их учета при расчете стоимости бизнеса.

Самый распространенный способ учета рисков при оценке бизнеса заключается в использовании коэффициента капитализации или ставки дисконтирования. Определенный уровень риска закладывается при составлении прогнозов доходов, расходов, денежных потоков, при этом многовероятность прогнозов позволяет учесть несколько вариантов от самых оптимальных до наиболее пессимистических. Анализ и количественное определение рисков носят, в каком-то смысле, субъективный характер. Оценщики, уверенные в будущем росте компании, определяют ее текущую стоимость выше по сравнению с аналитиком, составляющим пессимистический прогноз. Различия в оценках рисков ведут к множеству заключений о стоимости предприятия.

Макроэкономические риски учитываются в соответствии с методиками, разработанными всемирно известными рейтинговыми компаниями, либо с помощью индексов экономико-математических и статистических инструментов.

Одним из наиболее сложных для учета в процессе оценки является страновой риск. Сложность определения величины данного риска объясняется его комплексным характером. Уровень странового риска можно определить на основе:

- статистических данных;
- экспертной оценки;
- составления прогноза на базе выявленных тенденций;
- комбинированных методов.

Страновой риск, как правило, учитывается при выполнении работ для инвестора – не резидента, или когда при оценке используются индикаторы зарубежных рынков.

В целом, всесторонний анализ, определяющий учет рисков, сопровождающих оцениваемый бизнес, позволяет оценщику провести обоснованную оценку стоимости объекта.

Тема 4. ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯ

План

4.1. Информационная база экономической оценки предприятия, ее состав и структура.

4.2. Классификация оценочной информации.

4.3. Внешние источники информации.

4.4. Виды внутренней информации.

4.5. Информационная инфраструктура оценки.

4.6. Автоматизированные информационные технологии в экономической оценке предприятия.

4.1. Информационная база экономической оценки предприятия, ее состав и структура

Залог успешной экономической оценки предприятия – качественная информационная база. Информация, необходимая для оценки, собирается из различных источников. При этом важно, чтобы она отражала состояние внешней (макроэкономической и микроэкономической) и внутренней среды предприятия в различные периоды времени. Характеристики оцениваемого предприятия на дату оценки являются результатом предыдущего развития, предпосылкой будущего развития и одновременно зависят от положения дел в экономике страны, в отрасли и регионе.

Поскольку стоимость предприятия является результатом воздействия многочисленных взаимосвязанных факторов, постольку и информация, необходимая для ее оценки, представляет собой систему взаимосвязанных информационных блоков, среди которых выделяются финансовые результаты деятельности предприятия.

Процедура сбора информации включает в себя следующие этапы:

1. Направление запроса на предприятие с просьбой предоставить требуемую для оценки информацию (в запросе целесообразно при-

менять формы, позволяющие в дальнейшем сгруппировать полученную в определенном формате информацию и провести расчеты).

2. Осуществление контакта с основными подразделениями предприятия, отвечающими за тот или иной блок данных (техническая служба, производственная служба, маркетинговая служба).

3. Формирование рабочей группы из назначенных ответственных за проведение оценки со стороны предприятия и специалистами оцениваемой компании.

4. Получение необходимой для проведения оценки информации.

Однако широкодоступной публичной информации не всегда бывает достаточно для формирования полного, достоверного представления об оцениваемом предприятии. Поэтому оценщик должен обладать определенными навыками социолога, психолога, журналиста для проведения интервью, составления опросного листа, грамотного проведения беседы с руководством и рядовыми сотрудниками предприятия, с партнерами и конкурентами. Полученная в результате интервьюирования информация зачастую оказывается весьма полезной. Особое место интервьюирование занимает в информационной базе, созданной для оценки закрытых акционерных компаний, малых предприятий, финансово-кредитных институтов. В таких компаниях важно провести всесторонний, детальный опрос собственников-владельцев, менеджеров разного уровня. Это поможет выяснить многие важные факты, относящиеся к оцениваемому предприятию, составить представление о стратегии предприятия, о философии бизнеса, концепции управления.

При проведении реальной оценки приходится просматривать и анализировать большой объем информации, значительная часть которого оказывается, в конце концов, лишней. Определение того, какая информация является существенной, составляет неотъемлемую часть процесса оценки. Примерный перечень вопросов, по которым можно получить дополнительную информацию из опросов, следующий:

- цель и объем работ по оценке;
- история деятельности предприятия;
- правовые формы функционирования предприятия;
- характеристика филиалов и дочерних компаний;
- месторасположение предприятия и его подразделений;
- права владения бизнесом;
- ассортимент продукции и услуг предприятия;
- отраслевая классификация;
- кредиторы;
- основные клиенты;

- социальные программы для работников предприятия;
- информация о недвижимости, занимаемой предприятием;
- физическое состояние производственных мощностей, оборудования;
- предыдущие оценки, исследования и прогнозы, выполняемые самой компанией или по ее заказу;
- передача прав собственности и предложения о покупке;
- дополнительные источники информации, из которых можно получить ценные сведения о компании и отрасли, к которой она относится;
- сведения о владельцах компаний;
- информация о ключевом персонале;
- специальные вопросы, вытекающие из анализа, финансовой отчетности;
- обязательства, обусловленные наступлением определенных событий и вытекающие из определенных документов, например, договор аренды, а также непредвиденные расходы;
- предыдущие оценки рыночной стоимости отдельных видов материальных активов, гудвилла и других нематериальных активов.

Таким образом, при оценке бизнеса для того, чтобы собрать как можно более полную информацию о компании и отрасли очень важно провести подробный опрос владельцев, ключевого персонала, клиентов, кредиторов, банкиров, поставщиков, поскольку многие факты могут быть получены только от них.

Помимо непосредственно получения информации оценщик должен ее обработать (проверить, внести необходимые корректировки и рассчитать относительные показатели). Кроме этого, зачастую необходимо для получения сопоставимых данных произвести инфляционную корректировку данных, а также нормализовать бухгалтерскую отчетность.

Нормализация отчетности проводится с целью определения доходов и расходов, характерных для нормального действующего предприятия. Она необходима для того, чтобы оценочные заключения имели объективный характер, основывались на реальных показателях, характеризующих деятельность предприятия.

Отчетность, составленная в соответствии с общепринятыми принципами бухгалтерского учета, не отражает реальную рыночную стоимость имущества. Возможность использования разных методов учета операций, списания долгов приводит к неодинаковым значениям прибыли и денежных потоков.

Рыночная стоимость части активов, таких как финансовые вложения или нематериальные активы, может не учитываться при составлении баланса.

4.2. Классификация оценочной информации

Оценочная информация классифицируется по следующим критериям.

1. В зависимости от характеризующих условий выделяются:

- внешняя информация (характеризует условия функционирования предприятия в регионе, отрасли, стране, на внешнем и внутреннем рынках);

- внутренняя информация (описывает само предприятие, дает отчет о его деятельности, организационной структуре, финансовых результатах).

2. В зависимости от размещения источника выделяются аутсайдерская и инсайдерская информации.

Аутсайдерская информация является публичной, доступной широкой публике, открытой, так как она печатается в средствах массовой информации или в сети «Интернет». Источник аутсайдерской информации расположен вне фирмы.

Инсайдерская информация, напротив, нигде не публикуется либо содержится во внутренних изданиях, о которых посторонние предприятия люди даже не подозревают. К инсайдерской относится также и конфиденциальная информация. Источник такой информации расположен внутри фирмы.

3. В зависимости от параметров бизнеса и показателей, характеризующих его состояние, информацию можно подразделить на обычную и специфическую.

Общая (обычная) информация включает в себя стандартные показатели, характеризующие деятельность любого предприятия, без учета его специфики.

Специфическая или особенная информация, напротив, отражает особенности оцениваемого бизнеса, обусловленные его отраслевой принадлежностью, месторасположением и т. п.

4. В зависимости от характеризующих аспектов бизнеса информация подразделяется на финансовую, правовую, управленческую, технико-технологическую, хозяйственно-экономическую.

5. Учитывая, что в любом предприятии заключено органическое единство имущественного комплекса и бизнеса, следует различать

информацию, относящуюся к имуществу предприятия, и, информацию, содержащую характеристики предприятия как бизнеса.

6. В зависимости от доступности информация подразделяется на публичную и конфиденциальную.

Все перечисленные информационные блоки должны быть взаимосвязаны в пространстве и во времени и соответствовать определенным требованиям, предъявляемым к оценочной информации.

Основными требованиями являются:

- достоверность;
- точность;
- комплексность;
- полнота.

При этом анализируемая оценщиком информационная база должна содержать все необходимые сведения и быть достаточной для обоснованного заключения о стоимости предприятия.

Систематизация собранных данных осуществляется либо хронологическим методом, либо журналистским, либо логическим, либо, что наиболее часто, – комплексным, сочетающим все три метода. Суть хронологического метода заключается в сборе, расположении и последующем анализе информации от прошлого к будущему, при журналистском методе – от более важного к менее значимому, при логическом – от общего к частному или от частного к общему.

Любой бизнес подчиняется законам и подзаконным правовым актам страны-резидента, ряд которых является общим для всех предприятий – юридических лиц, а часть которых относится только к предприятиям определенных отраслей и сфер деятельности.

Это прежде всего относится к лицензируемым сферам деятельности, особое внимание здесь следует обратить на предприятия, связанные с добычей и переработкой полезных ископаемых. Правовое поле предприятия (бизнеса) обязательно должно быть учтено при формировании информационной системы оценки, так как эта специфика серьезно влияет на процедуру и результат рыночной оценки.

Не менее важной для стоимостной оценки является аутсайдерская, публичная информация. Причем особое внимание следует обратить на местные печатные издания, в которых можно обнаружить информацию о спорах и судебных разбирательствах, касающихся прав собственности на тот или иной объект оценки, о скрытом обременении объекта или сомнительных сделках, которые владельцы предприятия предпочли бы скрыть, но которые существенно повлияют на величину стоимости бизнеса. Кроме этого, в публичных источниках (газетах, журналах, интернет-сайтах) можно найти и отчет компании, под-

готовленный для собрания акционеров, и данные о недавно совершенных сделках с аналогичными объектами, и информацию о состоянии фондового рынка, и рейтинговые обзоры, позволяющие определить место оцениваемого предприятия среди других компаний.

4.3. Внешние источники информации

Внешняя информация характеризует условия функционирования предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом.

Можно выделить следующие виды внешней информации.

1. *Макроэкономическая и геополитическая информация.* Хотя информация этого вида редко напрямую воздействует на компании, она может сыграть решающую роль при разработке долгосрочной стратегии. В отдельных случаях макроэкономическая и геополитическая информация может сыграть решающую роль при оценке предприятий некоторых отраслей промышленности, а именно: предприятий, относящихся к так называемым «естественным монополиям», стратегически значимых предприятий и т. д.

К основным моментам, характеризующим макроэкономическую и геополитическую информацию, относят следующее:

- уровень инфляции;
- темпы экономического развития страны;
- изменение процентных ставок;
- колебания курсов валют;
- уровень политической стабильности;
- стратегические программы правительства и многое другое.

2. *Рыночная информация.* Это огромная и сложная область, и рыночная информация сейчас по праву является основным товаром для фирм, начиная от рекламных агентств и заканчивая банками (а также для специализированных компаний, занимающихся рыночными исследованиями), конкурирующих за право предоставить информацию.

Рыночная информация может быть очень разной – от конкретной (как, например, анализ структуры магазинов в узком сегменте розничного рынка) до самой общей (как анализ тенденций на мировом рынке какого-нибудь товара). От рыночной информации зависят разработки компаниями новых продуктов, маркетинговое планирование, планирование коммуникаций и рекламы, решения об экспорте, а также общие стратегические решения.

3. *Информация о конкурентах.* Ее иногда рассматривают как часть рыночной информации, но она по праву заслуживает отдельного рас-

смотрения, поскольку может влиять на принятие стратегических решений, даже если рыночные условия не учитываются непосредственно.

4. *Информация о поставщиках.* Эту информацию часто упускают из виду, но она играет не последнюю роль и при разработке новых продуктов, и при расчете практических результатов. Информация о поставщиках обычно концентрируется на таких аспектах, как издержки, надежность, качество и время доставки.

5. *Внешняя финансовая информация.* Компаниям, особенно крупным, со сложной структурой инвестиций и (или) со сложной финансовой структурой, требуется разнообразная информация по таким вопросам, как, например, динамика курсов акций, движение на рынке капитала. В последние годы на этих рынках наблюдаются тенденции к переходу в виртуальное пространство и предоставлению информации в режиме реального времени.

6. *Информация о регулировании и налогообложении.* Компаниям нужна информация об условиях регулирования не только для соблюдения правовых норм, но и для определения необходимых затрат. Оценка условий регулирования тоже нужная задача, предшествующая принятию любого решения о выходе на рынок. Информация о налоговых системах важна не только для соблюдения правовых норм, но и для определения эффективного, с точки зрения налоговых выплат, способа ведения операций.

Внешними источниками информации могут являться следующие нормативные и справочные материалы:

- информация о ценах на товарных и сырьевых биржах, по котировкам акций компаний, публикуемая в сети «Интернет»;
- аналитические обзоры и статистические материалы, публикуемые Министерством статистики и анализа Республики Беларусь, Министерством финансов Республики Беларусь, фондовыми организациями, информационными агентствами в сети «Интернет»;
- специализированные отраслевые журналы;
- прайс-листы агентств недвижимости города, в котором находится оцениваемая компания;
- распоряжения государственных управлений об утверждении индексов удорожания сметной стоимости строительства, в которых находится оцениваемая компания.

В период сбора информации лицами, осуществляющими оценку, проводится инспекция оцениваемого объекта. В процессе инспекции осматриваются конструктивные элементы зданий, инженерные коммуникации, технологические линии. Изучаются представленные тех-

нические документы, акты обследования, бухгалтерская информация. Проводятся беседы с руководителями отделов, начальниками служб, ответственными работниками.

4.4. Виды внутренней информации

Основными видами внутренней информации являются:

1. *Информация о производстве.* Это пример полностью внутреннего по отношению к фирме вида информации. Оценщик анализирует данные о наличии производственных мощностей, сопоставляя их с данными о спросе на продукцию компании, капиталовложениями предприятия.

2. *Информация о трудовых ресурсах.* Информация о трудовых ресурсах обычно сфокусирована на таких моментах, как обучение персонала и уровень квалификации, моральное состояние персонала и расходы на обеспечение кадрами. Кроме того, важна информация об управляющем предприятием, поскольку тот зачастую может являться ключевой фигурой, обеспечивающей эффективность, прибыльность и перспективы развития производства.

3. *Ретроспективные данные об истории компании и описание стратегии предприятия.* В том числе описывается процесс производства продукции по каждому виду продукции, объемы продаж за прошлый период.

4. *Внутренняя финансовая информация.* Эта категория информации описывает то, что обычно называют «показателями». Она включает основную информацию из бухгалтерской отчетности о прибыли и издержках, об имуществе и обязательствах, а также большой спектр финансовых показателей, таких как коэффициент $\frac{P}{E}$ (отношение рыночной цены акции к доходу по ней), отношение заработной платы к валовой выручке, показатели производительности и т. д. Такая информация обычно дает исходную картину финансового благополучия и рентабельности компании.

Основными финансовыми показателями являются:

1. Ликвидность:

- коэффициент текущей ликвидности;
- коэффициент срочной ликвидности.

2. Финансовая зависимость (доля заемных средств):

- долгосрочная задолженность (собственный капитал);

- долгосрочная задолженность в процентах к используемому капиталу.

3. Прибыльность.

4. Оборачиваемость основных средств.

5. Оборачиваемость запаса.

6. Период погашения дебиторской задолженности.

7. Период погашения кредиторской задолженности.

5. *Наиболее значимой внутренней информацией*, способной существенно повлиять на результаты полученной оценки, являются следующие моменты:

- наличие свидетельств о праве собственности на объекты недвижимости (в случае отсутствия, инвестиционная привлекательность объектов снижается);

- обременение активов (наличие договоров залога, аренды и т. п.).

Источники внутренней информации могут быть следующими:

- публичными, доступными для любого исследователя;

- частными, составляющими собственность определенной компании или института (но с возможностью доступа к ним за плату);

- подписными, представляющими собой гибрид публичных и частных источников, когда информация находится в чьей-то собственности, но постоянно обновляется и становится доступной для определенного ограниченного круга подписчиков.

При поиске источников информации особое внимание нужно уделять таким вопросам, как стоимость и конкретность получаемой информации, надежность и гарантии достоверности информации. К сожалению, имеется прямая зависимость (причем обычно очень тесная) между степенью конкретности информации и стоимостью ее получения. Необходима оценка надежности информации (с заданием допустимой погрешности); она должна включать источник, срок, в течение которого информация остается актуальной, и ее анализ. Репутация источника — это одно, а использование доказательств, подтверждающих ее, — совсем другое.

К наиболее распространенным источникам бизнес-информации относятся:

- правительственные учреждения;

- библиотеки;

- торговые ассоциации, союзы, общественные объединения субъектов рынка;

- компании, занимающиеся частными исследованиями и информацией;

- газеты и журналы, включая отраслевые информационные издания;

- службы бизнес-информации;
- базы данных в режиме он-лайн.

Некоторые источники стоит прокомментировать. Правительственные учреждения, как государственные, так и надгосударственные, могут служить хорошим источником необработанных данных, особенно рыночных и макроэкономических, а также информации, касающейся регулирования. Однако часто эти данные нужно интерпретировать или анализировать. В том, что касается экспортных рынков, торговые ассоциации зачастую являются более полезным источником.

Число компаний, занимающихся частными исследованиями и информацией, за последние годы выросло в несколько раз; они специализируются на сборе информации о рынках и конкурентах. Сюда же относятся специализированные агентства.

Газеты и журналы представляют собой источник бесплатной (обычно), но не фильтрованной информации по широкому кругу вопросов. Службы бизнес-информации чаще всего предоставляют услуги по поиску специальной и детализированной информации на основе подписки или продажи. Обычно это коммерческие организации, но такие услуги предоставляют и академические учреждения.

В последние годы большое значение приобрела информационная сеть «Интернет». Всегда имеется большой спрос на специфическую информацию по секторам и регионам, и он продолжает расти. Группа определенных интересов, блоки новостей и доски объявлений в сети «Интернет» позволяют выделить «пучки» узкоспециализированной информации и таким образом увеличить полезность доступной информации.

Информационные технологии увеличили возможность доступа к первичным источникам информации внутри компании. Менеджерские информационные системы (MIS) и администраторские информационные системы (FIS) собирают информацию из таких источников, как отчеты о продажах, производственные отчеты, а также у них имеется информация о рынках, финансах и производстве.

4.5. Информационная инфраструктура оценки

Сбор, проверка и обработка информации являются одним из самых важных этапов в процессе оценки бизнеса. Эксперту-оценщику требуется полноценная бизнес-информация, адекватно отражающая положение дел в различных областях и временных периодах.

Сегодня существует множество видов и источников бизнес-информаций. Вместе с тем источник источнику – рознь. Одна информа-

ция собирается при непосредственном участии аналитика в процессе исследования или берется из отчетов об исследованиях (первичная), другая была собрана кем-то другим, и ее предстоит проанализировать (вторичная). Отсюда вытекает проблема общедоступности информации.

Любая информация умозрительна, она базируется на явлениях, интерпретируемых передающим устройством. Иногда такая интерпретация может искажать значение лежащих в основе данных, например, пристрастность средств массовой информации при сообщении новостей.

Основная цель сбора оценочной бизнес-информации заключается в том, чтобы на ее основе как можно точнее, с минимальным уровнем неопределенности, сформировать объективное представление об окружающей фирму среде и принять оценочное решение. Соответственно при получении информации акцент должен быть сделан на сборе реальных экономических детерминистических и безусловных факторов. Однако это может привести к сокращению числа альтернатив, а следовательно, и потенциала за счет исключения из рассмотрения всей информации, не отвечающей требованию строгой «релевантности». Таким образом, возникает проблема сочетания релевантности и широты информационного поля.

Другая проблема, возникающая при работе с бизнес-информацией, заключается в том, что значительная часть финансовых и статистических информационных массивов неадекватно отражает реальное положение вещей.

Следующая проблема связана с временным ограничением поступающей информации. Бизнес-информация в основном описывает то, что произошло в недавнем и не очень далеком прошлом, даже новости, отражающие «настоящее», относятся к самому недавнему прошлому. Полезность официальной статистики ни особенно уменьшается из-за временного лага между описываемыми событиями и публикацией информации.

Указанную проблему призвана решить информационная инфраструктура оценки, являющаяся составной частью целостной инфраструктуры оценки и находящаяся на стадии становления.

Основная задача оценочной инфраструктуры заключается в предоставлении оценщикам информации как о внутренней среде фирмы, связанной с ее работой, так и о внешней, в которой функционирует фирма, а также информации, относящейся к вопросам регулирования развития оценочной деятельности.

Информационная инфраструктура представляет собой совокупность организаций, служб, которые, используя адекватные методы сбора,

обработки, хранения информации, современные программные продукты, обеспечивают пользователей-оценщиков необходимой им информацией, отвечающей определенным характеристикам и желаемым качествам.

В частности, информация должна быть:

- *Уместной*. Это означает, что информация должна относиться к принимаемому решению. Уместность в конечном счете определяется пользователем и решением, которое он принимает. Информация считается уместной, когда она влияет на экономические решения пользователей, помогая им оценивать события прошлого, настоящего или будущего.

- *Понятной*. Если финансовые отчеты не понятны пользователям, то они имеют небольшое практическое значение.

- *Своевременной*. Для того, чтобы быть полезными, отчеты должны содержать свежую информацию и публиковаться в достаточно короткие сроки после окончания периода, к которому они относятся, на том основании, что свежая информация имеет для пользователя большую ценность, чем устаревшие данные.

- *Надежной и постоянной*. Если информация ненадежна, то неизбежным результатом этого будут ошибочные и неточные решения.

- *Достоверной*. Информация должна правдиво отражать результаты операций, которые она имеет целью представить. Чтобы быть надежной, информация должна иметь обоснованное описание и быть безошибочной. В способе представления или раскрытия информации не может быть отклонений, в противном случае она передаст сообщение, которое не отражает действительные операции и события.

- *Содержательной*. Содержание операций не всегда соответствует тому, что вытекает из их юридической формы. Хорошим примером этого является аренда актива на протяжении длительного периода времени. Юридически не владея активом, арендатор (пользователь актива) записывал бы его в баланс как основной актив, потому что он пользуется активом и всеми будущими экономическими выгодами, заложенными в нем и его использовании. Арендатор будет показывать в своих счетах сумму задолженности арендодателю.

- *Полной*. Информация должна быть полной в разумных пределах. Некоторые несущественные статьи могут быть исключены, так как они не влияют на решения. Однако некоторые пропуски могут превратить информацию в неверную или вводящую в заблуждение и, следовательно, ненадежную и неуместную.

Основным качеством информации является постоянство формирования. Эта характеристика имеет два измерения:

- сопоставимость показателей компании во времени;
- сопоставимость отчетов между компаниями.

Если отчеты не составляются на постоянной основе, то осмысленное сравнение показателей за различные периоды времени и показателей разных компаний по существу невозможно. Публикация Стандартов бухгалтерского учета, которые компании должны соблюдать, помогает в этом, особенно когда происходит изменение в методах учета. В этом случае компания показывает свои результаты с помощью старого и нового методов. Качество информации зависит от качества информационной системы и профессионализма людей, отвечающих за входные данные.

4.6. Автоматизированные информационные технологии в экономической оценке предприятия

Для регулирования и совершенствования оценочной деятельности, обеспечения прав и законных интересов граждан и юридических лиц при проведении оценки недвижимого имущества, для предотвращения подделок и махинаций с заключениями об оценке, обеспечения прозрачности и публичности рынка недвижимости, повышения качества оценочных услуг в 2009 г. было начато создание Автоматизированной информационной системы государственной регистрации заключений об оценке недвижимого имущества и ведения единого цифрового архива оценочных документов в Республике Беларусь. Сейчас данная информационная система проходит апробацию в организациях, подчиненных Государственному комитету по имуществу, осуществляющих оценочную деятельность. За короткий период в республике создана нормативная правовая и техническая база, позволяющая аттестованным оценщикам (по всем видам объектов оценки и республике выдано более 950 свидетельств) проводить оценку на должном уровне.

Для автоматизации процесса оценки можно использовать специализированные компьютерные программы. Назначение рассматриваемых программ – внешняя и внутренняя диагностика деятельности предприятий, а также оценка их реальной стоимости (стоимости бизнеса). При этом программы разных производителей отличаются друг от друга пользовательским интерфейсом и инструментарием разработки (последнее, как правило, влияет на их функциональные возможности), спектром решаемых задач, числом доступных методик анализа, степенью подробности выходных данных и некоторыми другими характеристиками.

Среди известных разработчиков в этой области – компании «Альт», «ИНЭК» и «Про-Инвест-ИТ». Они поставляют готовые, апробированные, методически выверенные программные решения, с помощью которых на основе исходной информации (исходной информацией в этом случае являются формы финансовой отчетности, представляемой в налоговые органы, а также отчеты о движении денежных средств и капитала, данные дебиторской и кредиторской задолженности, расшифровки прибылей и убытков и т. д.) автоматически рассчитываются необходимые финансовые показатели, дается толкование их конкретным значениям, что позволяет сделать полезные выводы. Некоторые из программ подобного типа можно использовать в качестве электронного учебника по анализу, в котором объясняются суть применяемых методик, содержание и порядок толкования коэффициентов.

Диагностика состояния предприятия выполняется на основе официальной отчетности. При этом сведения бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках вводятся в базу данных, и программа проводит тщательный анализ на предмет непротиворечивости показателей.

Ввод отчетов может осуществляться как вручную, так и в автоматическом режиме из форматов данных наиболее популярных бухгалтерских программ.

После ввода и контроля исходных данных выполняется их преобразование к сопоставимому виду. Делать это нужно потому, что формы бухгалтерской отчетности часто подвергаются изменениям. В результате не все показатели форм разных периодов можно сравнивать напрямую. Поэтому отчеты всех периодов приводятся к «единому знаменателю», в качестве которого выступают международные стандарты финансовой отчетности (например, International Accounting Standards, IAS). Выбор IAS объясняется тем, что правила западного бухгалтерского учета меняются крайне редко, и сами изменения носят, как правило, косметический характер.

Возможность приведения данных бухгалтерской отчетности в соответствие с международными стандартами сама по себе является привлекательной стороной программ автоматизации анализа. Дело в том, что эта задача уже сейчас становится актуальной для многих предприятий, особенно тех, которые стремятся выйти на мировой рынок, наладить контакты с иностранными партнерами, требующими представления отчетности в понятном у них виде.

Однако известно, что стоимость бухгалтерских систем, поддерживающих западные стандарты учета, довольно высока. В противопо-

ложность этому, «облегченные» версии программ анализа относительно недороги. По данным трансформированных отчетов эти системы автоматически создают таблицы, содержащие основные финансовые показатели, характеризующие рентабельность, ликвидность, платежеспособность, деловую активность предприятия и структуру его капитала. Данные в них могут быть представлены в сравнении с аналогичными показателями других предприятий или некоторыми усредненными показателями (например, по отрасли) и в динамике за различные периоды.

Формированием системы показателей программы не ограничиваются (большое значение в них придается порядку их интерпретации). Система выдает содержательные текстовые расшифровки значений показателей с отметками, какие из них находятся в пределах нормы, а какие имеют нежелательные значения, поскольку из практики уже известны те пороговые величины, внутри которых значения аналитических коэффициентов могут считаться благоприятными или неблагоприятными. Из комментариев к отдельным коэффициентам и их группам программы анализа могут составить готовое текстовое заключение о различных сторонах деятельности предприятия.

Следует отметить, что автоматически формируемые заключения большинства программ можно загрузить в формат текстового редактора (обычно это MS Word) и редактировать. При этом некоторые программы позволяют регулировать степень детализации изложения, предоставляя пользователю возможность выбрать, какую информацию и с какими подробностями следует включить в отчет.

Особое внимание в программах анализа уделяется визуализации данных. С их помощью можно сформировать различные графики и диаграммы, представляющие результаты расчетов в различных разрезах и формах.

Перечисленные выше возможности программ с теми или иными отличиями поддерживаются в большинстве имеющихся на рынке разработок. Их можно считать базовыми.

Кроме того, для некоторых методик анализа могут потребоваться более детализированные данные, чем те, которые имеются в наших отчетных формах. Поэтому не исключено, что для идентификации показателей потребуются дополнительные данные, например, остатки и обороты счетов бухгалтерского учета, в том числе аналитических. А применять их в расчетах способны далеко не все программы: многие оперируют лишь данными стандартной отчетности.

Тема 5. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ КАК БАЗА ДЛЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ЕГО СТОИМОСТИ

План

5.1. Основные критерии оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

5.2. Методы измерения экономического эффекта и экономической эффективности.

5.3. Финансовая устойчивость предприятия как показатель его эффективности.

5.4. Оценка эффективности инвестиционного проекта.

5.1. Основные критерии оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятия

В современных условиях для многих предприятий характерна оперативная форма управления финансами как реакция на текущие проблемы.

Такая форма управления несовершенна, и для выполнения поставленных руководством предприятия целей и задач разрабатывают конкретный вариант их достижения, который детализирует ключевые показатели эффективности (англ. Key Performance Indicators, KPI).

В практике в качестве основных критериев оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятий используют следующие параметры:

- выручку от реализации продукции, работ, услуг (объем продаж) без косвенных налогов;

- бухгалтерскую и чистую прибыль, остающуюся после налогообложения; чистую прибыль направляют на потребление (на выплату дивидендов акционерам) и накопление (финансирование капиталовложений, пополнение оборотного капитала, образование резервного капитала и др.);

- рентабельность затрат, активов (имущества), инвестиций, объема продаж;

- финансовую стабильность (выручку от реализации, деленную на порог безубыточности; соотношение между собственным и заемным

капиталом; неотрицательное сальдо денежного потока на конец отчетного периода и др.);

- финансовый результат собственников предприятия (текущий доход за период, изымаемый из бизнеса; прирост стоимости компании).

Набор таких показателей на разных предприятиях может быть неодинаков и определяться исходя из целей хозяйственной деятельности и удобства их использования для целей финансового контроллинга.

Для оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятия может быть использован метод оценки достигнутого уровня показателей предприятия путем сравнения с параметрами других предприятий, особенно конкурентов.

С целью оценки эффективности работы предприятий-конкурентов обычно используют показатели финансовой устойчивости, доходности, платежеспособности и деловой активности (таблица 1).

Таблица 1 – Оценка эффективности работы предприятий-конкурентов

Коэффициент	Показатель
<i>1. Параметры финансовой устойчивости</i>	
Коэффициент финансовой независимости	Доля собственного капитала в валюте баланса
Коэффициент задолженности	Соотношение между заемными и собственными средствами
Коэффициент финансирования	Соотношение между собственными и заемными средствами
Коэффициент маневренности	Доля собственных оборотных средств в собственном капитале

Окончание таблицы 1

Коэффициент	Показатель
Коэффициент финансовой напряженности	Доля заемных средств в валюте баланса заемщика
Коэффициент имущества производственного назначения	Доля имущества производственного назначения в активах предприятия
<i>2. Параметры доходности (рентабельности)</i>	
Коэффициент рентабельности активов	Сколько прибыли приходится на каждый рубль активов в расчетном периоде
Коэффициент рентабельности продаж	Сколько прибыли приходится на каждый рубль объема продаж
Коэффициент чистой рентабельности собственного капитала	Сколько чистой прибыли приходится на каждый рубль собственного капитала
Коэффициент рентабельности чистых активов	Сколько чистой прибыли приходится на каждый рубль чистых активов
<i>3. Параметры платежеспособности (ликвидности)</i>	

Коэффициент абсолютной (быстрой) ликвидности	Часть краткосрочной задолженности предприятия может погасить в ближайшее время (на дату составления баланса)
Коэффициент текущей (уточненной) ликвидности	Прогнозируемые платежные возможности предприятия в условиях своевременного проведения расчетов с дебиторами
Коэффициент общей ликвидности (платежеспособности)	Достаточность оборотных активов для покрытия краткосрочных обязательств. Характеризует также запас финансовой устойчивости предприятия
<i>4. Параметры деловой активности</i>	
Коэффициент оборачиваемости активов	Скорость оборота всего авансированного капитала (активов), т. е. количество совершенных им оборотов за период
Коэффициент оборачиваемости собственного капитала	Скорость оборота собственного капитала за период
Коэффициент оборачиваемости чистых активов	Скорость оборота чистых активов за период

Метод оценки достигнутого уровня показателей предприятия по сравнению с параметрами других предприятий (аналогов, конкурентов) классифицируют на общий и функциональный подходы.

Общий подход означает сравнение показателей своего предприятия с параметрами аналогичных предприятий, работающих в идентичных условиях.

Функциональный подход означает сравнение характеристик работы отдельных функций (или отдельных филиалов) предприятия с аналогичными показателями приоритетных предприятий, осуществляющих коммерческую деятельность в похожих условиях.

5.2. Методы измерения экономического эффекта и экономической эффективности

Результативность деятельности предприятий измеряют с помощью абсолютных и относительных показателей, находящихся между собой в определенной зависимости, что позволяет строить двухфакторные и многофакторные аналитические модели.

Различают показатели экономического эффекта и экономической эффективности.

Первый из них, это результат деятельности предприятия в абсолютном выражении (например, объем продаж, выручка от реализации, прибыль).

Основным параметром безубыточности является прибыль. Однако по данному показателю, взятому изолированно, невозможно сделать обоснованные выводы об уровне доходности предприятия. Поэтому в

финансовом анализе используют показатели рентабельности, рассчитанные как отношение полученной прибыли (дохода) к средней величине использованных за период ресурсов.

Экономическая эффективность – относительный параметр, соизмеряющий полученный эффект с затратами или ресурсами.

Таким образом, существуют два подхода к оценке экономической эффективности – ресурсный и затратный. Ресурсный подход ориентирован на экономию ресурсов (капитала); затратный – на минимизацию текущих (операционных) издержек.

В общем виде показатель экономической эффективности (\mathcal{E}_z) выражают формулой

$$\mathcal{E}_z = \frac{\Pi}{Z},$$

где Z – величина использованных ресурсов или затрат;

Π – результат экономической деятельности (прибыль).

Показатель рентабельности вычисляют в виде коэффициента или процента. Выбор коэффициента зависит от того, какие показатели используют в расчетах. В числителе дроби берут обычно один из трех показателей – общую прибыль, прибыль от реализации продукции (работ, услуг), чистую прибыль. Наибольшее распространение получил последний из них. Для характеристики ресурсов предприятия используют все его активы (имущество), а также собственный капитал. Помимо приведенных показателей рассчитывают также коэффициенты рентабельности по всей продукции и отдельным ее видам.

Система показателей рентабельности включает следующее:

- рентабельность реализованной продукции;
- рентабельность активов (имущества);
- рентабельность собственного капитала;
- рентабельность инвестиций;
- рентабельность продаж.

Многообразие показателей рентабельности определяет поиск альтернативных путей ее повышения. В этих целях каждый из исходных параметров закладывают в факторную модель с различной степенью детализации, что создает условия для выявления и оценки производственных резервов.

Примером двухфакторной модели является оценка доходности объема продаж и расчет факторов, влияющих на нее (влияние цены за единицу продукции и ее себестоимости).

Другим важным аспектом анализа является изучение взаимосвязи показателей рентабельности продажи и оборачиваемости активов.

Рентабельность активов выражает уровень прибыли на единицу активов, которая обусловлена ценовой политикой предприятия, а также величиной затрат на производство продукции.

Через рентабельность активов можно оценить деловую активность предприятия (с помощью показателя оборачиваемости активов).

На базе расчетов устанавливают влияние отдельных факторов на изменение рентабельности производства и инвестиций.

Наряду с двухфакторными используют и многофакторные модели оценки доходности деятельности предприятия.

Общая трехфакторная модель (формула Дюпона), позволяющая изучить причины, влияющие на изменение чистой прибыли, приходящейся на собственный капитал, имеет следующий вид:

$$P_{ск} = \frac{ЧП}{СК} = \frac{ЧП}{ВР} \cdot \frac{ВР}{А} \cdot \frac{А}{СК},$$

где $P_{ск}$ – рентабельность собственного капитала, %;

$ЧП$ – чистая прибыль предприятия за расчетный период;

$СК$ – собственный капитал на последнюю отчетную дату;

$А$ – активы предприятия на последнюю отчетную дату;

$ВР$ – выручка (нетто) от реализации продукции (работ, услуг) за расчетный период.

Если в результате анализа бухгалтерской отчетности установлено, что чистая прибыль, приходящаяся на собственный капитал, уменьшилась, то выясняют, за счет какого фактора это произошло:

- снижения чистой прибыли на каждый рубль выручки от реализации;

- менее эффективного управления активами (замедления их оборачиваемости), что приводит к уменьшению выручки от реализации;

- изменения структуры авансированного капитала.

Анализ показателя чистой прибыли, приходящейся на собственный капитал, используют при решении вопроса, насколько предприятие может повысить свои активы в будущем без прироста привлеченного капитала (кредитов и займов), т. е.:

- при выборе рациональной структуры капитала;

- при решении вопроса об инвестициях во внеоборотные и оборотные активы.

Перечисленным в формуле Дюпона факторам как по уровню значений, так и по тенденции изменения присуща отраслевая специфика. Так, показатель ресурсоотдачи ($\frac{BP}{A}$) может иметь невысокое значение в высокотехнологичных отраслях, отличающихся повышенной капиталоемкостью (тяжелое машиностроение, электроэнергетика, нефтедобыча, железнодорожный транспорт и пр.), а показатель рентабельности продукции ($\frac{ЧП}{BP}$), наоборот, в них будет относительно высоким.

При анализе рентабельности во временном разрезе учитывают три главные особенности данного показателя, важные для обоснованных выводов.

Первая особенность связана с временным аспектом деятельности предприятия.

Коэффициент рентабельности продукции определяется итогами работы предприятия за отчетный период. Вероятный эффект долгосрочных инвестиций он не отражает. Когда предприятие переходит на новые перспективные технологии или виды продукции, требующие больших инвестиций, рентабельность капитала может временно снижаться. Если инвестиционная стратегия выбрана правильно, то понесенные затраты в будущем окупятся. Поэтому уменьшение рентабельности в отчетном периоде нельзя рассматривать как негативный фактор в деятельности предприятия.

Вторая особенность определяется фактором риска. Многие управленческие решения связаны с выбором (дилеммой): высокая прибыль или минимальный риск. При первом варианте решения ориентированы на максимизацию прибыли, что сопряжено с высоким риском. При втором варианте – прибыль и риск минимальны.

Третья особенность связана с оценкой составляющих элементов рентабельности собственного капитала. Числитель дроби ($\frac{ЧП}{СК}$), т. е.

чистая прибыль, динамична и отражает результаты деятельности и сложившийся уровень цен в основном за истекший период. Знаменатель показателя, т. е. собственный капитал, складывался в течение ряда лет. Он выражен в книжной (учетной) оценке, которая может существенно отличаться от текущей (рыночной) оценки.

Более того, книжная оценка собственного капитала не имеет отношения к будущим доходам предприятия, поскольку не все параметры могут быть отражены в балансе предприятия. Например, престиж компании, торговая марка, современные технологии, квалифи-

цированный управленческий персонал и другие параметры не имеют стоимостной оценки в отчетности. Поэтому рыночная цена акций акционерного общества может значительно превышать учетную цену.

Таким образом, высокое значение коэффициента рентабельности неэквивалентно высокой отдаче на инвестируемый капитал в данную компанию. Необходимо не только ориентироваться на рентабельность собственного капитала, но и принимать во внимание рыночную цену компании.

5.3. Финансовая устойчивость предприятия как показатель его эффективности

С точки зрения краткосрочной перспективы устойчивость финансового состояния обеспечивается постоянной платежеспособностью предприятия за счет поддержания достаточного уровня ликвидности активов (готовой продукции, дебиторской задолженности, краткосрочных финансовых вложений и др.).

Финансовое равновесие – характеристика состояния финансовой деятельности предприятия, при котором потребность в приросте основного объема активов балансируется с возможностями формирования им финансовых ресурсов за счет собственных источников.

Под ликвидностью какого-либо актива понимают способность превращения его в денежные средства без значительных потерь в цене, а степень ликвидности определяется продолжительностью временного периода, в течение которого это превращение может быть осуществлено. Чем короче период, тем должна быть выше ликвидность данного вида актива.

Под ликвидностью предприятия имеют в виду его способность погашать свои долговые обязательства хотя бы и с нарушением сроков погашения, предусмотренных контрактами.

Платежеспособность означает наличие у предприятия денежных средств и их эквивалентов, достаточных для расчетов по кредиторской задолженности, требующей немедленного погашения. Таким образом, основными признаками платежеспособности являются:

- наличие в достаточном объеме средств на расчетном счете;
- отсутствие просроченной кредиторской задолженности.

Однако следует учитывать, что управление остатками денежных средств должно быть оптимизировано, так как излишне сформированные денежные активы, обеспечивая высокий уровень платежеспособности предприятия, теряют свою стоимость под влиянием факторов времени и инфляции.

В ходе анализа платежеспособности для выявления финансовой устойчивости предприятия используют ряд финансовых коэффициентов ликвидности:

- абсолютной;
- критической (срочной, промежуточной);
- текущей.

Каждый из трех различных показателей ликвидности, применяемый в конкретном случае, дает картину устойчивости финансового положения, которая интересует конкретного потребителя информации. Например, для поставщика сырья, материалов и услуг больший интерес представляет первый показатель, для банка, кредитующего данное предприятие, – второй, а для держателя акций и облигаций – третий.

С позиции долгосрочной перспективы одной из важнейших задач анализа финансового состояния является исследование показателей финансовой устойчивости, которые в большей степени важны для внешних пользователей. Однако и менеджер предприятия должен знать, насколько организация привлекательна для инвестиций, финансово устойчива к внешним факторам и как избежать возможного банкротства в случае непредвиденных финансовых требований.

Устойчивость финансового состояния предприятия оценивается по соотношению собственных и заемных средств, по темпам накопления собственных средств в результате текущей и финансовой деятельности, соотношению мобильных и иммобилизованных средств предприятия, достаточным обеспечением материальных оборотных средств собственными источниками.

В качестве базисных величин могут быть использованы значения показателей предприятия за прошлый год, среднеотраслевые значения показателей, значения показателей наиболее перспективных предприятий. Кроме того, в качестве базы сравнения могут служить теоретически обоснованные или полученные в результате экспертных оценок величины, характеризующие оптимальные или критические (пороговые), с точки зрения устойчивости финансового состояния, значения показателей.

Необходимость в собственном капитале обусловлена требованиями самофинансирования организации. Он является основой самостоятельности и независимости организации. Однако нужно учитывать, что финансирование деятельности организации только за счет собственных средств не всегда выгодно для него, например, в тех случаях, если производство носит сезонный характер. В этом случае в отдельные периоды будут накапливаться большие средства на счетах в банке, а в другие периоды их будет не хватать.

Для выбора оптимального соотношения заемного и собственного капиталов необходимо учитывать ряд факторов, таких как отраслевые особенности предприятий, их размер, уровень налогообложения прибыли, уровень кредитной ставки и др.

Характер отраслевых особенностей определяет структуру и ликвидность активов организации. Предприятия, у которых значительный удельный вес приходится на внеоборотные активы, должны иметь большую долю собственных источников (чтобы объем долгосрочного финансирования покрывал величину долгосрочных активов). Кроме того, характер отраслевых особенностей определяет разную продолжительность операционного цикла.

Общее правило обеспечения финансовой устойчивости: долгосрочные активы должны быть сформированы за счет долгосрочных источников, собственных и заемных. Если предприятие не располагает заемными средствами, привлекаемыми на длительной основе, основные средства и прочие внеоборотные активы должны формироваться за счет собственного капитала.

Размер организации также влияет на величину финансового левериджа. Чем организация крупнее, тем ей сложнее удовлетворить свои потребности в формировании активов за счет собственных источников финансирования.

Следовательно, от того, насколько оптимально соотношение собственного и заемного капитала, во многом зависит финансовое положение организации. Выработка правильной финансовой стратегии поможет многим организациям повысить эффективность своей деятельности.

Таким образом, оценивая финансовую устойчивость предприятия с помощью финансового анализа, необходимо определять наиболее эффективные схемы финансирования хозяйственной деятельности, обеспечивая максимальное развитие на принципах самофинансирования; контролировать степень влияния заемных средств на состояние собственных оборотных средств.

Одна из важнейших составных частей анализа финансового состояния – анализ формирования прибыли и рентабельности.

Рассмотренные методы оценки финансового состояния предприятия, а также рентабельности его капитала применяются для анализа деятельности в прошлом (например, за предыдущий год). В рыночных условиях более важной задачей является предвидение финансовой ситуации в будущем.

Необходимость расчетов «степени отдаленности от банкротства» обусловлена тем, что в условиях свободного предпринимательства постоянно возникают вопросы, связанные с прогнозом финансовой

устойчивости на длительную перспективу и оценкой вероятности банкротства предприятия в реальных экономических условиях. Для их решения используют экономико-статистические методы, основанные на разработке моделей, которые учитывают различные факторы, влияющие на платежеспособность и финансовую устойчивость предприятия.

Наиболее распространена модель американского экономиста Э. Альтмана, дающая возможность прогнозирования банкротства предприятия при помощи пяти показателей, рассчитываемых на основе его баланса и отчета о финансовых результатах деятельности.

Структура баланса признается неудовлетворительной, а предприятие неплатежеспособным, если коэффициент текущей ликвидности на конец отчетного периода имеет значение ниже 2, а коэффициент обеспеченности собственными средствами ниже 0,1. Данные критерии для признания организации банкротом являются необходимыми, но недостаточными. Поэтому при проведении анализа финансового состояния на основании действующих форм отчетности необходимо провести анализ в комплексе всех вышеуказанных коэффициентов и дать объективное заключение о возможности дальнейшей работы предприятия или признания его банкротом и проведения процедуры банкротства.

5.4. Оценка эффективности инвестиционного проекта

Оценку эффективности инвестиционного проекта осуществляют путем сравнения затрат и доходов, полученных от его реализации.

Для оценки эффективности инновационного проекта рассчитываются показатели ожидаемого интегрального эффекта (экономического – на уровне народного хозяйства, коммерческого – на уровне инновационного предприятия).

Показателями экономической эффективности инновационного проекта являются чистый дисконтированный доход или ожидаемый интегральный эффект; индекс доходности; внутренняя норма доходности; срок окупаемости и др.

К показателям социальной эффективности инновационного проекта, имеющим стоимостную оценку и отражаемым в расчетах его экономической эффективности, относят следующее:

- изменение количества рабочих мест;
- улучшение жилищных и культурно-бытовых условий работников;
- изменение условий труда работников;
- изменение штатной структуры работников;
- экономию свободного времени населения и др.

Основным методом оценки социальной эффективности инновационного проекта остается экспертный метод, используемый в различных формах.

Денежные потоки от финансовой деятельности учитывают, как правило, на этапе оценки эффективности участия в проекте. Необходимую информацию приводят в проектных материалах в увязке с разработкой схемы финансирования проекта в прогнозных ценах.

Цель ее подбора – обеспечение реализуемости проекта, т. е. такой структуры денежных потоков, при которой на каждом шаге расчета имеется достаточный объем средств для его продолжения.

При использовании проектной схемы финансирования целесообразно:

- принимать безрисковую норму дисконта и реальный депозитный процент на уровне ставки LIBOR;
- все требующиеся для реализации проекта денежные ресурсы считать состоящими только из собственных и заемных средств;
- все заемные средства учитывать в одной и той же валюте и под одинаковый процент;
- объем заемных средств принимать минимальным для реализации проекта;
- выплаты по займам на каждом шаге принимать максимально возможными исходя из условий реализуемости проекта.

Рекомендуют любой из двух способов использования проектной схемы финансирования. При первом способе задают структуру капитала (соотношение собственных и заемных средств) и величину процента за кредит. После этого устанавливают срок погашения долга и эффективность участия в проекте сторонних заимодавцев (например, 20–50%-ный собственный капитал и реальная процентная ставка, равная 10–15% годовых).

При втором способе эти условия не соблюдают. Инициатор проекта самостоятельно рассчитывает максимально возможную процентную ставку и срок возврата и обслуживания долга с учетом структуры капитала при условии реализуемости проекта и положительности чистого дисконтированного дохода в целом.

Данный параметр анализируют в динамике за ряд периодов (шагов) реализации проекта и делают вывод о его финансовой устойчивости. Результаты анализа используют для выявления резервов оптимизации денежных потоков проекта и их прогнозирования на предстоящий период. При разработке схемы финансирования проекта определяют потребность не только в привлеченных средствах, но и в дополнительных фондах.

Расчет показателей эффективности инвестиционных проектов базируется на следующих принципах:

- используют предусмотренные проектом текущие (рыночные) или прогнозные цены на продукцию, материальные ресурсы и услуги;
- денежные потоки определяют в той же валюте, в которой проектом предусмотрены приобретение ресурсов и оплата продукции;
- расходы на оплату труда (включая взносы в государственные внебюджетные фонды) включают в состав текущих издержек в размере, предусмотренном в проектных расчетах;
- если проектом определено полное или частичное связывание денежных средств (депонирование, приобретение ценных бумаг сторонних эмитентов и др.), то вложение соответствующих сумм учитывают (в виде оттока) в денежных потоках от инвестиционной деятельности, а получение (в виде притоков) – в денежных потоках от текущей деятельности;
- если в проекте предусматривают осуществление нескольких видов текущей деятельности, то в расчете приводят затраты по каждому из них.

В качестве выходных форм для расчета коммерческой эффективности проекта используют прогнозные данные:

- отчета о прибылях и убытках (бюджета доходов и расходов);
- денежных потоков с расчетом показателей эффективности (бюджета движения денежных средств).

Вместо традиционных методов финансового анализа возможно осуществление непрерывного мониторинга стоимости предприятия. В основе данной методики лежит практика определения стоимости действующего предприятия.

Экономическая теория и практика свидетельствуют о том, что функциональное управление не соответствует потребностям сегодняшнего дня. Разные функциональные структуры (подразделения) часто имеют очень узкий взгляд и не заинтересованы в том, что прямо их не касается.

Тема 6. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

План

- 6.1. Подходы и методы в оценке стоимости предприятия.
- 6.2. Экономическое содержание и основные этапы метода дисконтирования денежного потока.
- 6.3. Проведение ретроспективного анализа валовой выручки от реализации и оценка ставки дисконтирования.
- 6.4. Проведение ретроспективного анализа и подготовка прогноза расходов.
- 6.5. Расчет величины стоимости организации в постпрогнозный период.
- 6.6. Метод капитализации дохода.

6.1. Подходы и методы в оценке стоимости предприятия

Для определения рыночной или другого вида стоимости оценщики применяют специальные приемы и способы расчета, которые получили название методов оценки. Каждый метод оценки предполагает предварительный анализ определенной информационной базы и соответствующий алгоритм расчета. Все методы оценки позволяют определить стоимость бизнеса на конкретную дату и все методы являются рыночными, так как учитывают сложившуюся рыночную конъюнктуру, рыночные ожидания инвесторов, рыночные риски, сопряженные с оцениваемым бизнесом, и предполагаемую «реакцию» рынка при сделках купли-продажи с оцениваемым объектом.

Оцениваемая стоимость – понятие многократное, ее величина зависит от множества различных факторов. Все факторы невозможно одновременно учесть в рамках одного расчетного алгоритма.

Поэтому при построении той или иной модели определения стоимости бизнеса ряд факторов принимается за постоянную величину, в то время как другие – за переменную.

Величина стоимости бизнеса одним из методов рассчитывается с учетом влияния не только нескольких основных факторов.

Методы оценки различаются также временными аспектами исследования. Одни методы ориентированы в основном на ретроспективную информацию, другие – на перспективную, третьи – на текущую информацию фондового рынка.

В зависимости от факторов стоимости, являющихся основными переменными в алгоритмах, методы оценки подразделяются на методы доходного, сравнительного и затратного подходов.

Каждый подход позволяет оценить определенные факторы стоимости.

Так, при оценке с позиции доходного подхода, во главу угла ставится доход как основной фактор, определяющий величину стоимости объекта. Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его рыночной стоимости при прочих равных условиях. При этом имеют значение продолжительность периода получения возможного дохода, степень и вид рисков, сопровождающих данный процесс. Оценщик, внимательно изучающий соответствующую рыночную информацию, пересчитывает эти выгоды в единую сумму текущей стоимости.

Хотя, как правило, доходный подход является наиболее подходящей процедурой для оценки бизнеса, полезно бывает использовать также сравнительный и затратный подходы. В некоторых случаях затратный или сравнительный подходы могут быть более точными или более эффективными. Во многих случаях каждый из трех подходов может быть использован для проверки оценки стоимости, полученной другими подходами.

Сравнительный подход особенно полезен тогда, когда существует активный рынок сопоставимых объектов собственности. Точность оценки зависит от качества собранных данных, так как, применяя данный подход, оценщик должен собрать достоверную информацию о недавних продажах сопоставимых объектов. Эти данные включают физические характеристики, время продажи, местоположение, условия продажи и условия финансирования.

Сравнительный подход основан на применении принципа замещения. Для сравнения выбираются конкурирующие с оцениваемым бизнесом объекты. Обычно между ними существуют различия, поэтому необходимо провести соответствующую корректировку данных. В основу приведения поправок положен принцип вклада.

Затратный подход наиболее применим для оценки объектов специального назначения, а также нового строительства, для определения варианта наилучшего и наиболее эффективного использования земли, а также в целях страхования. Собираемая информация обычно включает данные о ценах на землю, строительные спецификации, данные об уровне заработной платы, стоимости материалов, расходах на оборудование, о прибыли и накладных расходах строителей на местном рынке.

Необходимая информация зависит от специфики оцениваемого объекта. Данный подход сложно применять при оценке уникальных объектов, обладающих исторической ценностью, эстетическими характеристиками, или устаревших объектов.

Затратный подход основан на принципе замещения, принципе наилучшего и наиболее эффективного использования, сбалансированности, экономической величины и экономического разделения.

В целом, все три подхода связаны между собой. Каждый из них предлагает использование различных видов информации, получаемой на рынке. Например, основными для затратного подхода являются данные о текущих рыночных ценах на материалы, рабочую силу и другие элементы затрат. Доходный подход требует использования коэффициентов капитализации, которые также рассчитываются по данным рынка.

Каждый из трех подходов открывает перед оценщиком различную перспективу. Хотя эти подходы основываются на данных, собранных на одном и том же рынке, каждый имеет дело с различным аспектом рынка. На совершенном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости. Однако большинство рынков являются несовершенными, предложение и спрос не находятся в равновесии. Потенциальные пользователи могут быть неправильно информированы, производители могут быть неэффективны. По этим, а также и по другим причинам данные подходы могут давать различные показатели стоимости.

Каждый из трех рассмотренных подходов предопределяет использование при оценке внутренне присущих ему методов:

- доходный подход;
- метод капитализации дохода;
- метод дисконтирования денежных потоков.

Основные документы финансовой отчетности, анализируемые в процессе оценки, следующие:

- бухгалтерский баланс;
- отчет о финансовых результатах;
- отчет о движении денежных средств;
- приложения к ним и расшифровки.

Кроме того, могут использоваться и другие официальные формы бухгалтерской отчетности, а также внутренняя отчетность предприятия.

Предварительно оценщик проводит инфляционную корректировку, цель которой – приведение ретроспективной информации за прошедшие периоды к сопоставимому виду; учет инфляционного изменения цен при составлении прогнозов денежных потоков и ставок дисконта.

6.2. Экономическое содержание и основные этапы метода дисконтирования денежного потока

Метод дисконтирования денежных потоков основан на прогнозировании потоков от данного бизнеса, которые затем дисконтируются по ставке дисконта, соответствующей требуемой инвестором ставке дохода.

Основными этапами оценки компании методом дисконтированных денежных потоков являются:

1. Сбор требуемой информации.
2. Выбор модели (типа) денежного потока.
3. Определение длительности прогнозного периода и его единицы измерения.
4. Проведение ретроспективного анализа валовой выручки от реализации и ее прогноз.
5. Проведение ретроспективного анализа и подготовка прогноза расходов.
6. Проведение анализа и подготовка прогноза инвестиций.
7. Расчет величины денежного потока для каждого года.
8. Определение ставки дисконтирования.
9. Расчет величины стоимости компании в постпрогнозный период.
10. Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков и стоимости компании в постпрогнозный период, а также их суммарного значения.
11. Внесение итоговых поправок.
12. Согласование полученных результатов.

Основным показателем, используемым в рамках метода дисконтирования денежного потока, является денежный поток, рассчитываемый как разница между притоком и оттоком денежных средств за определенный период.

Различают следующие основные виды денежного потока:

1. Номинальный или реальный.
2. Приносимый собственным капиталом, приносимый всем инвестированным капиталом.

В практике наиболее часто применяемым является использование модели денежного потока собственного капитала.

Использование модели денежного потока для инвестированного капитала (бездолгового денежного потока) в текущей ситуации малоприменимо и может быть использовано для крупных компаний в связи с крайне ограниченным использованием схем привлечения финансовых ресурсов, аналогичных западным.

В общем виде схема расчета денежного потока для собственного капитала выглядит следующим образом.

1. Показатель прибыли используемого в модели денежного потока рассчитывается по формуле

Чистая прибыль = Выручка от реализации – Себестоимость продукции – Амортизационные отчисления – Налог на прибыль

2. Денежный поток определяется следующим образом:

*Денежный поток = Чистая прибыль – Налоги, относимые на финансовый результат – Отвлеченные средства (затраты на социальную сферу и т. п.) – Амортизационные отчисления + (–)
+ (–) Увеличение собственного оборотного капитала +
+ Уменьшение собственного оборотного капитала –
– Капитальные вложения + Увеличение долгосрочной задолженности – Уменьшение долгосрочной задолженности.*

В практических расчетах используется расчет денежного потока организации по трем возможным сценариям развития: пессимистическому, наиболее вероятному и оптимистическому.

При оценке бизнеса методом дисконтированных денежных потоков ожидаемый срок деятельности организации разделяется на два периода: прогнозный и постпрогнозный (остаточный). На прогнозный период составляется детальный прогноз денежных потоков. Как правило, такой прогноз составляется на достаточно долгий период до того момента, когда организация выйдет на стабильные темпы роста денежного потока до момента выхода организации на постоянные темпы роста.

Определение адекватной продолжительности прогнозного периода в практике представляется достаточно сложной задачей. С одной стороны, при продолжительном прогнозном периоде предполагается проведение большего числа наблюдений, соответственно, полученная итоговая величина стоимости может являться более обоснованной с математической точки зрения. С другой стороны, при увеличении продолжительности периода возникает сложность в прогнозировании конкретных показателей объемов производства, выручки, расходов,

темпов инфляции и т. д., соответственно, возникает субъективность в прогнозе потоков денежных средств.

В практической деятельности критериями выбора прогнозного периода могут являться принадлежность организации к той или иной отрасли (для добывающих отраслей прогнозный период длительнее, при этом стоимость бизнеса ограничена величиной имеющегося к добыче ресурса), стадии жизненного цикла компании.

Единица измерения прогнозного периода определяется исходя из ритмичности производства, как правило, в качестве стандартной единицы принимается год.

Единица измерения элементов денежного потока определяется исходя из специфики деятельности организации, если присутствует значительная доля экспорта при реализации производимой продукции, в качестве единицы измерения может быть принят доллар США. При этом, показатели затрат, имеющие преимущественно рублевое исчисление (заработная плата, амортизационные отчисления, частично – налоговые платежи и т. д.), могут прогнозироваться в рублях с последующим пересчетом по прогнозному курсу.

6.3. Проведение ретроспективного анализа валовой выручки от реализации и оценка ставки дисконтирования

Планированию выручки от реализации предшествует анализ ситуации прошлых лет на предприятии.

При построении прогноза анализируются текущие производственные мощности, проводится анализ их загруженности и, исходя из представленной информации о планируемых капитальных вложениях, строится прогноз физического объема продукции.

Сдерживающими факторами роста объемов производства и реализации могут являться жесткая конкуренция в отрасли, а также острая нехватка основного ресурса, необходимого для производства продукции.

Прогнозирование выручки от реализации может осуществляться двумя способами:

- укрупненным подходом;
- детальным подходом.

Укрупненный подход подразумевает прогнозирование роста выручки в зависимости от темпов роста предыдущих лет (компании или отрасли, в которой действует компания). При этом важно фиксировать, что является в основе темпов роста выручки. Если в основе

темпов роста лежит увеличение объемов производства в натуральном выражении, важно, чтобы прогнозируемый рост не опережал имеющиеся резервы производственных мощностей. Укрупненный подход может использоваться для проведения предварительной оценки, а также в случае отсутствия информации.

Детальный подход подразумевает использование большего массива информации. Основой для расчета показателей валовой выручки являются данные о физических объемах реализуемой продукции прошлых лет (фактические показатели), фактические и прогнозные цены на производимый продукт (экспортные, импортные), а также прогнозы специалистов отрасли, позволяющие моделировать различные сценарии развития при различных внешнеэкономических условиях.

Прогноз валовой выручки осуществляется в два этапа:

1. Составление плана производства продукции.
2. Составление плана реализации продукции.

План производства продукции составляется на основе данных, представленных оцениваемым компаниям, либо на основе информации, полученной оценщиком.

Далее строятся пессимистический, наиболее вероятный и оптимистический прогнозы.

План реализации продукции составляется на основе ранее определенных физических объемов производства, прогнозируется примерное распределение по потребителям исходя из возможных вариантов условий поставок продукции и услуг, определяются отпускные цены по сортаменту и потребителям.

Планирование роста цен на продукт можно также осуществлять исходя из пессимистического, оптимистического и наиболее вероятного сценариев.

Необходимо помнить, что при осуществлении детального прогноза нужно учитывать налоговые платежи, например, таможенные платежи, НДС, акцизы и т. п.

Необходимо также определение ставки дисконтирования.

С математической точки зрения ставка дисконта – это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости компании.

В экономическом смысле в роли ставки дисконта выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования или, другими словами, это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным

вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки. Вследствие риска, связанного с получением будущих доходов, ставка дисконта должна превышать безрисковую ставку и обеспечивать премии за все виды рисков, сопряженных с инвестированием в оцениваемую компанию.

Расчет ставки дисконта зависит от того, какой тип денежного потока используется в качестве базы для оценки.

Для модели денежных потоков для собственного капитала используются метод кумулятивного построения, основанный на экспертной оценке премий за риск, связанный с инвестированием в конкретную компанию, и метод оценки ставки дисконта по модели оценки капитальных активов (САРМ), основанный на анализе массивов информации фондового рынка об изменении доходности свободно обращающихся акций.

Основная расчетная формула при определении ставки дисконтирования методом кумулятивного построения имеет следующий вид: ставка дисконта равна сумме факторов:

1. Безрисковая ставка.
2. Фактор ключевой фигуры в руководстве, качество руководства компании.
3. Фактор размера компании.
4. Фактор финансовой структуры (источники финансирования компании).
5. Фактор товарно-территориальной и производственной диверсификации.
6. Фактор диверсификации потребителей (клиентура).
7. Фактор качества прибыли, рентабельность и прогнозируемость.
8. Прочие риски (особенные, отраслевые).

Для инвестора безрисковая ставка представляет собой альтернативную ставку дохода, которая характеризуется практическим отсутствием риска и высокой степенью ликвидности. Безрисковая ставка используется как точка отсчета, к которой привязывается оценка различных видов риска, характеризующих вложения в данную компанию, на основе чего и выстраивается требуемая ставка дохода.

В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике обычно используется ставка дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам (облигациям или векселям) с аналогичным исследуемому проекту горизонтом инвестирования.

Окончательный расчет ставки дисконта методом кумулятивного построения представляет собой суммирование всех вышеуказанных составляющих.

Кумулятивный метод определения ставки дисконта целиком основан на применении экспертных оценок, а значит, по сути своей субъективен. Определяемое значение ставки дисконта (оценки факторов риска) индивидуально и скорее всего будет различаться у разных инвесторов.

Модель Дюпона или метод среднеотраслевой рентабельности активов и капитала отражает среднюю доходность отрасли на активы или вложенный капитал. Для оценки этим методом используют показатели ROA (Return of Equity) и ROE (Return of Assets), которые содержат в себе все риски, присущие отрасли оцениваемой компании. Поэтому главным условием применения модели Дюпона является достаточная информация о состоянии отрасли.

При использовании модели Дюпона обычно компании в отрасли разбивают на определенные группы, например, на мелкие, средние и крупные по размеру собственного капитала компании.

Рассчитанные для конкретной компании показатели сравнивают со среднеотраслевыми показателями. Информацию о показателях ROE и ROA по отрасли можно получить из среднеотраслевых обзоров аналитических агентств, из различных отраслевых рейтингов.

Метод рыночных мультипликаторов применяется, когда есть достаточная информация об аналогах. Он заключается в расчете различного уровня прибыли на 1 акцию.

Выбор корректного значения ставки дисконтирования должен, безусловно, основываться на основных теоретических подходах к его определению. Однако искусство финансового аналитика, занимающегося оценкой стоимости бизнеса, заключается в его умении учесть как характерные особенности конкретного проекта, так и реальные условия проведения сделки (характер и форма «оплаты» будущих экономических выгод, приобретаемых инвестором или кредитором, его альтернативные издержки и т. д.). В результате дополнительные усилия, затраченные на проработку указанных нюансов, обеспечат выполнившему их аналитику более сильные позиции при проведении переговоров о цене сделки с будущим инвестором.

Анализ существующих методик расчета ставки дисконтирования позволяет сделать вывод, что нельзя выбрать какую-то одну модель как наиболее эффективную и подходящую для всех рыночных ситуаций. Эффективная модель выбирается в зависимости от конкретной цели оценки и от особенностей, присущих конкретной компании, а также в зависимости от доступности информации.

6.4. Проведение ретроспективного анализа и подготовка прогноза расходов

Прогнозирование расходов от реализации также может осуществляться двумя способами:

- укрупненным подходом;
- детальным подходом.

Укрупненный подход подразумевает построение прогноза себестоимости путем использования информации о доле переменных затрат в выручке компании и условно-фиксированной величины постоянных затрат. Рост переменных затрат прогнозируется пропорционально росту выручки. Рост постоянных затрат возможен в том случае, когда планируется резкое увеличение объема реализации в натуральном выражении и, как следствие, рост затрат на рекламу, аренду и т. п.

Детальный подход подразумевает определение себестоимости произведенной и реализованной продукции по элементам затрат. Также во внимание принимаются варианты условий поставок продукции и услуг.

Как правило, при использовании детального подхода при построении прогноза затрат выделяются наиболее значимые затраты, по которым проводится детальный анализ и строится прогноз.

Стоимость основного сырья и материалов рассчитывается исходя из объемов производства продукта и норм расхода материалов на единицу выпускаемой продукции. При фиксации цены на сырье и материалы используются текущие данные рынка.

Расчет затрат на топливо производится с учетом распределения на постоянные и переменные затраты (последние меняются пропорционально динамике объемов производства), а также с учетом роста или снижения цен.

Затраты на энергию включают в себя стоимость электроэнергии, затраты на тепло и техническую воду.

Потребление электроэнергии состоит из постоянных и переменных расходов. Переменная составляющая потребляемой электроэнергии определяется исходя из объемов производства продукта и норм расхода на единицу продукции.

Постоянная часть потребляемой электроэнергии может быть зафиксирована и оставаться неизменной в течение всего прогнозного периода.

Прогноз цен на электроэнергию производится с учетом возможного роста тарифов.

Затраты на оплату труда определяются исходя из численности и уровня оплаты работников компании.

Расчет отчислений на социальные нужды производится в соответствии с установленными законодательством нормами отчислений во внебюджетные фонды в зависимости от величины средней заработной платы.

Расчет амортизационных отчислений осуществляется исходя из фиксации существующих основных фондов на предприятии, планируемого ввода-вывода основных фондов, а также планируемых инвестиций в основные фонды.

Необходимо помнить, что амортизационные отчисления являются самостоятельной компонентой, которая прибавляется к расчетной величине денежного потока.

Прочие затраты включают в себя налоги, которые входят в себестоимость, а также прочие расходы.

Итоговый расчет себестоимости осуществляется путем суммирования спланированных затрат организации, при этом также строятся пессимистический, оптимистический и наиболее вероятный сценарии развития.

Прогноз расходов от реализации является основой проведения анализа и прогнозирования инвестиций.

Анализ и прогнозирование инвестиций включают в себя анализ и прогноз трех основных компонентов:

- анализ и прогнозирование собственного оборотного капитала;
- анализ и прогнозирование капиталовложений;
- анализ и прогнозирование потребности в финансировании из внешних источников.

Требуемый уровень собственного оборотного капитала может рассчитываться следующим образом:

- с помощью укрупненного подхода;
- с помощью детального подхода.

Укрупненный подход подразумевает расчет изменения собственного оборотного капитала через изменение выручки.

При дальнейшем прогнозировании прирост собственного оборотного капитала рассчитывается от предшествующего прогнозного года.

Детальный подход осуществляется исходя из постатейного планирования отдельных показателей баланса в прогнозный период (деби-

торская задолженность, запасы, кредиторская задолженность) на основании ретроспективных показателей оцениваемой компании и компаний отрасли.

После построения прогнозных балансов определяется собственный оборотный капитал для каждого прогнозного года, затем на основании полученных данных рассчитывается изменение собственного оборотного капитала, которое фиксируется в денежном потоке.

Капитальные вложения планируются исходя из информации, предоставленной компанией, либо на основании информации, полученной при проведении финансового анализа.

Проведение полномасштабной реконструкции производственных мощностей может привести к резкому оттоку денежных средств и, как следствие, снижению стоимости бизнеса до момента начала окупаемости инвестиций.

Прогноз изменения долгосрочной задолженности осуществляется исходя из фиксации текущей кредитной истории компании, изучения представленных кредитных договоров и на основании полученной информации по планируемому привлечению заемных средств из внешних источников.

6.5. Расчет величины стоимости организации в постпрогнозный период

Определение стоимости организации в постпрогнозный период основано на предпосылке о том, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода. Предполагается, что после окончания прогнозного периода доходы организации стабилизируются, и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечные равномерные доходы.

Для расчета стоимости компании в постпрогнозный период можно использовать следующие методы:

1. Модель Гордона.
2. Метод чистых активов.
3. Метод ликвидационной стоимости (если предполагается ликвидация организации по окончании прогнозного периода).

Для нормально действующей организации расчет стоимости в постпрогнозный период производится по модели Гордона. Данный метод предполагает капитализацию годового дохода постпрогнозного периода в показатели стоимости при помощи коэффициента капи-

тализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста. При отсутствии в прогнозе темпов роста коэффициент капитализации будет равен ставке дисконта.

Модель Гордона основана на следующих допущениях:

1. Прогнозный период должен продолжаться до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются.

2. Величина износа и капиталовложений в остаточный период равны между собой.

Полученная таким образом остаточная стоимость компании в постпрогнозный период определена на момент окончания прогнозного периода.

Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков и стоимости организации в постпрогнозный период, а также их суммарного значения описан ниже.

Предварительная величина рыночной стоимости оцениваемой организации состоит из двух составляющих:

1. Текущая стоимость денежных потоков в течение прогнозного периода.

2. Текущая стоимость стоимости компании в постпрогнозный период.

Текущая стоимость будущих доходов определяется по фактору текущей стоимости единицы при ежегодном начислении процентов по определенной ставке дисконтирования и времени получения дохода.

Поскольку денежные потоки компания получает равномерно в течение всего года, при дисконтировании денежных потоков применяется фактор текущей стоимости на середину периода.

Остаточная стоимость компании в постпрогнозный период приводится к текущим (на дату оценки) стоимостным показателям по той же ставке дисконта, что применяется для дисконтирования денежных потоков прогнозного периода. Дисконтирование стоимости компании в постпрогнозный период к ее текущему значению производится по фактору текущей стоимости на конец последнего прогнозного года.

Рыночная стоимость собственного капитала оцениваемой организации до внесения поправок определяется как сумма текущих стоимостей денежных потоков и стоимости компании в постпрогнозный период.

Полученная выше рыночная стоимость оцениваемой организации представляет собой величину стоимости ее собственного капитала,

рассчитанную на основе текущей (прогнозируемой) производственной деятельности. Она не включает стоимость избыточных (неоперационных) активов, которые не принимают участия в формировании денежного потока. Эти активы подлежат отдельной оценке, результат которой затем должен быть прибавлен к величине предварительной стоимости собственного капитала, полученной путем дисконтирования денежных потоков от текущей (прогнозируемой) производственной деятельности.

Также, если организация имеет избыточный собственный оборотный капитал, его величина прибавляется к стоимости собственного капитала. В случае недостатка собственного оборотного капитала стоимость собственного капитала уменьшается на соответствующую величину.

Таким образом, после определения предварительной величины стоимости собственного капитала оцениваемой организации для получения окончательной величины его рыночной стоимости вводятся следующие поправки:

1. Поправка на величину неоперационных активов.

2. Поправка на избыток (дефицит) собственного оборотного капитала.

Поправка на избыток (дефицит) собственного оборотного капитала определяется как разница между фактической (рассчитанной по данным бухгалтерской отчетности компании на последнюю отчетную дату без учета дебиторской задолженности, не реальной к взысканию, а также мораторной кредиторской задолженности) и требуемой (рассчитанной по планируемым показателям оборачиваемости) величинами собственного оборотного капитала.

Окончательная рыночная стоимость собственного капитала определяется как средневзвешенная величина результатов, полученных при его оценке по пессимистическому, наиболее вероятному и оптимистическому сценариям развития компании в прогнозный период.

При проведении оценки бизнеса компании доходным подходом важно не допустить следующие ошибки:

- прогнозируемый рост выручки не может превышать производственные возможности компании; также прогнозируемый рост выручки должен отражать перспективы развития отрасли и ретроспективных тенденций развития компании;

- сумма затрат должна корректироваться на нетипичные, либо нестандартные затраты, фактически необоснованно завышающие себе

стоимость и не отражающие реальную ситуацию, сложившуюся на предприятии;

- при прогнозировании величины износа обязательно требуется учитывать план капитальных вложений, при этом необходимо помнить, что начисление износа начинается с момента ввода объекта капитальных вложений в действие;

- полученная чистая прибыль компании должна корректироваться на величину расходов, связанных с содержанием объектов социальной сферы, также при прогнозировании должна учитываться действующая система налогообложения;

- при осуществлении приведения планируемых денежных потоков к текущей стоимости коэффициент текущей стоимости должен рассчитываться на основании ставки дисконта для середины года, в случае приведения стоимости бизнеса в постпрогнозный период к текущей стоимости коэффициент текущей стоимости должен определяться для конца года;

- при расчете стоимости бизнеса в постпрогнозный период с помощью модели Гордона величина износа должна быть равна величине капитальных вложений.

6.6. Метод капитализации дохода

Капитализация – это превращение денежного потока в стоимость путем деления или умножения (чаще деления) рассчитанной величины потока дохода на коэффициент капитализации или мультипликатор.

Суть метода капитализации заключается в определении величины ежегодных доходов и соответствующей этим доходам ставки капитализации, на основе которой рассчитывается рыночная стоимость компании. Использование данного метода заставляет оценщика решать следующие задачи:

1. Определить продолжительность анализируемого периода.
2. Определить капитализируемую базу.
3. Определить коэффициент капитализации.
4. Рассчитать рыночную стоимость.

Существует множество методов капитализации дохода предприятия, различающиеся в зависимости от принятых для базы (видов) дохода и фактора, на который делятся или умножаются эти доходы. Так, например, можно выделить:

- капитализацию чистого дохода (до налогообложения, выплаты процентов и капитализации затрат);
- капитализацию чистого дохода (после налогообложения, выплаты процентов и капитальных затрат);
- капитализацию фактических дивидендов;
- капитализацию потенциальных дивидендов;
- использование мультипликаторов $\frac{\text{Цена}}{\text{Прибыль}}$, $\frac{\text{Цена}}{\text{Выручка}}$ и др.

При расчете чистого дохода важно правильно выбрать период времени, за который производятся расчеты. Это может быть несколько периодов в прошлом, обычно пять, а могут использоваться данные о доходах за несколько периодов в прошлом и прогнозы на ближайшее будущее. Например, могут быть использованы данные о доходах за два ближайших периода в прошлом, за текущий период и за два года в будущем.

В качестве анализируемого периода можно выбрать три периода в прошлом, либо два периода в прошлом, один в настоящем и два прогнозных периода. Особое внимание следует обращать на сопоставимость используемых показателей.

Капитализируемой базой, как правило, является скорректированная прибыль организации, тем не менее в практике иногда не используется выручка, либо финансовый результат до налогообложения.

Показатель чистой прибыли обычно используется для оценки организаций, в активах которых преобладает быстроизнашивающееся оборудование. Для организаций, обладающих значительной недвижимостью, балансовая стоимость которых уменьшается, а фактическая остается почти неизменной, предпочитают использовать денежный поток.

Следующий важный вопрос, который возникает при расчете чистого дохода – выбор способа его расчета. Простейшим способом является расчет по формуле средней арифметической чистого дохода. Более точно рыночную стоимость обычно удастся рассчитать в случае определения чистого дохода по формуле средневзвешенной или тренду.

Если в динамике показателя чистого дохода за выбранный ретроспективный период не прослеживается какой-либо четкой тенденции, то базовый показатель чистого дохода компании может быть получен как среднеарифметическая за этот период.

Если же аналитик считает, что для прогноза будущих чистых доходов наиболее важными являются чистые доходы за последние периоды, то он использует весовые коэффициенты.

Если предполагается, что тенденция динамики чистого дохода сохранится и на перспективу, то его величина определяется на основе тренда.

В некоторых случаях для оценки компаний используется объем валовой выручки. Он чаще всего применяется для определения рыночной стоимости бизнеса в сфере услуг.

Иногда для оценки акционерного общества используется капитализация дивидендов. Этот метод предпочтителен для акционеров, не обладающих контрольным пакетом акций, а влиять на политику общества по вопросу выплаты дивидендов они не могут. Для акционеров, обладающих контрольным пакетом, предпочтительнее использование для определения рыночной стоимости метода капитализации чистого дохода. В качестве коэффициента капитализации может быть использована:

1. Норма прибыли, скорректированная на уровень риска.
2. Ставка капитализации по сопоставимым компаниям.

Методы применяются в тех случаях, когда имеется достаточное количество данных для оценки дохода. Доход является стабильным или, по крайней мере, ожидается, что текущие денежные доходы приблизительно будут равны будущим или темпы их роста – умеренны. Это касается, например, бизнеса, основанного на арендной плате, постоянной клиентской базе и т. п. на многие годы вперед. В силу того, что текущая стоимость очень чувствительна к изменениям коэффициента капитализации, для использования метода прямой капитализации необходимо тщательное обоснование коэффициента капитализации.

Основное преимущество метода капитализации – простота расчетов. Другое преимущество состоит в том, что метод прямой капитализации так или иначе непосредственно отражает рыночную конъюнктуру. Однако метод не следует применять в случае, если:

- отсутствует информация о рыночных сделках или не проведен их экономический анализ;
- бизнес находится на стадии становления (еще не построен): не вышел на режим стабильных доходов или отсутствует информация о них;
- объект требует серьезной реструктуризации.

Тема 7. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

План

- 7.1. Общая характеристика сравнительного подхода.
- 7.2. Основные принципы отбора предприятий-аналогов.
- 7.3. Характеристика ценовых мультипликаторов.
- 7.4. Применение математических методов в сравнительном подходе.

7.1. Общая характеристика сравнительного подхода

Сравнительный подход предполагает, что ценность собственного капитала организации определяется той суммой, за которую она может быть продана при наличии достаточно сформированного рынка. Другими словами, наиболее вероятной ценой стоимости оцениваемого бизнеса может быть реальная цена продажи сходной организации, зафиксированная рынком.

Теоретической основой сравнительного подхода, доказывающей возможность его применения, а также объективность результативной величины, являются следующие базовые положения.

Во-первых, оценщик использует в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на сходные предприятия, либо их акции.

Во-вторых, сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций.

В-третьих, цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, в сходных предприятиях должно совпадать соотношение между ценой и важнейшими финансовыми параметрами, такими как прибыль, дивидендные выплаты, объем реализации, балансовая стоимость собственного капитала.

Сравнительный подход обладает рядом преимуществ и недостатков, которые должен учитывать оценщик.

Основным преимуществом сравнительного подхода является то, что оценщик ориентируется на фактические цены купли-продажи сходных предприятий. В данном случае цена определяется рынком, так как оценщик ограничивается только корректировками, обеспечивающими сопоставимость аналога с оцениваемым объектом. При использовании других подходов оценщик определяет стоимость предприятия на основе произведенных расчетов.

Сравнительный подход базируется на ретроинформации и, следовательно, отражает фактически достигнутые предприятием результаты производственно-финансовой деятельности, в то время как доходный подход ориентирован на прогнозы относительно будущих доходов.

Другим достоинством сравнительного подхода является реальное отражение спроса и предложения на данный объект инвестирования, поскольку цена фактически совершенной сделки наиболее интегрально учитывает ситуацию на рынке.

Вместе с тем сравнительный подход имеет ряд существенных недостатков, ограничивающих его использование в оценочной практике.

Во-первых, базой для расчета являются достигнутые в прошлом финансовые результаты. Следовательно, метод игнорирует перспективы развития предприятия в будущем.

Во-вторых, сравнительный подход возможен только при наличии самой разносторонней финансовой информации не только по оцениваемому предприятию, но и по большому числу сходных организаций, отобранных оценщиком в качестве аналогов. Получение дополнительной информации от предприятий-аналогов является достаточно сложным и дорогостоящим процессом.

В-третьих, оценщик должен делать сложные корректировки, вносить поправки в итоговую величину и промежуточные расчеты, требующие серьезного обоснования. Это связано с тем, что на практике не существует абсолютно одинаковых предприятий. Поэтому оценщик обязан выявить эти различия и определить пути их нивелирования в процессе определения итоговой величины стоимости.

Возможность применения сравнительного подхода в первую очередь зависит от следующих условий:

- наличия активного финансового рынка, поскольку подход предполагает использование данных о фактически совершенных сделках;
- открытость рынка или доступность финансовой информации, необходимой оценщику;
- наличие специальных служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию.

Сравнительный подход предполагает использование трех основных методов, выбор которых зависит от целей, объекта и конкретных условий оценки:

1. Метод компании-аналога.
2. Метод сделок.
3. Метод отраслевых коэффициентов.

Метод компании-аналога, или метод рынка капитала, основан на использовании цен, сформированных открытым фондовым рынком.

Базой для сравнения служит цена одной акции акционерных обществ открытого типа. Следовательно, в чистом виде данный метод используется для оценки миноритарного пакета акций.

Метод сделок, или метод продаж, ориентирован на цены приобретения предприятия в целом либо его контрольного пакета акций. Это определяет наиболее оптимальную сферу применения данного метода – оценка 100%-ного капитала либо контрольного пакета акций.

Метод отраслевых коэффициентов, или метод отраслевых соотношений, основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами. Отраслевые коэффициенты обычно рассчитываются специальными аналитическими организациями на основе длительных статистических наблюдений за соотношением между ценой собственного капитала предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми показателями.

Суть сравнительного подхода к определению стоимости компании заключается в следующем. Выбирается предприятие, аналогичное оцениваемой фирме, которое было недавно продано. Затем рассчитывается соотношение между рыночной ценой продажи предприятия-аналога и каким-либо его финансовым показателем. Данное соотношение называется ценовым мультипликатором. Для получения рыночной стоимости собственного капитала необходимо умножить аналогичный финансовый показатель оцениваемой компании на расчетную величину ценового мультипликатора.

Однако, несмотря на кажущуюся простоту, этот метод требует высокой квалификации и профессионализма оценщика, так как предполагает внесение достаточно сложных корректировок для обеспечения максимальной сопоставимости оцениваемой компании с аналогами. Кроме того, оценщик должен определить приоритетные критерии сопоставимости исходя из конкретных условий, целей оценки, качества информации.

Основные этапы оценки предприятия методом компании-аналога следующие:

I этап – Сбор необходимой информации.

II этап – Сопоставление списка аналогичных предприятий.

III этап – Финансовый анализ.

IV этап – Расчет ценовых мультипликаторов.

V этап – Выбор величины мультипликатора, которую целесообразно применить к оцениваемой компании.

VI этап – Определение итоговой величины стоимости методом взвешивания промежуточных результатов.

VII этап – Внесение итоговых корректировок.

7.2. Основные принципы отбора предприятий-аналогов

Оценка бизнеса методом компании-аналога основана на использовании двух типов информации:

1. Рыночная (ценовая) информация.
2. Финансовая информация.

Рыночная информация включает данные о фактических ценах купли-продажи акций компании, сходной с оцениваемой фирмой, а также информацию о количестве акций в обращении.

Финансовая информация прежде всего представлена официальной бухгалтерской и финансовой отчетностью, а также дополнительными сведениями, перечень которых определяется непосредственно оценщиком в зависимости от конкретных условий оценки. Дополнительная информация позволит определить степень сходства аналогов с оцениваемой компанией. На ее основе оценщик может провести необходимые корректировки, устраняющие различия в финансовых и производственных параметрах, методах ведения учета и составления отчетности, выявить излишек или недостаток собственного оборотного капитала, наличие нефункционирующих активов, внести поправки на экстраординарные события и т. д.

Процесс отбора сопоставимых компаний осуществляется в три этапа.

На первом этапе определяется так называемый круг «подозреваемых». В него входит максимально возможное число предприятий, сходных с оцениваемой фирмой. Поиск таких компаний начинается с определения основных конкурентов, просмотра списка слившихся и приобретенных компаний за последний год. Возможно использование электронных баз, однако такая информация нуждается в дополнительных сведениях, так как не бывает достаточно полной. Критерии сопоставимости на этом этапе достаточно условны и обычно ограничиваются сходством отрасли.

На втором этапе составляется список «кандидатов». Поскольку аналитику требуется дополнительная информация сверх официальной отчетности, он должен собрать ее непосредственно на предприятиях-аналогах. Поэтому первоначальный список может сократиться из-за отказа некоторых фирм в представлении необходимых сведений, а также из-за плохого качества, недостоверности представленной информации. Критерии отбора должны соответствовать важнейшим характеристикам фирм. Если аналог отвечает всем критериям, то он может использоваться на последующих этапах оценки. Окончательное решение о степени сопоставимости предприятий принимает оценщик.

На третьем этапе составляется окончательный список аналогов, который позволит аналитику определить стоимость оцениваемой фирмы. Включение предприятий в этот список основано на тщательном анализе дополнительно полученной информации. На этом этапе аналитик ужесточает критерии сопоставимости и оценивает такие факторы, как уровень диверсификации производства, положение на рынке, характер конкуренции и т. д.

Состав критериев сопоставимости определяется условиями оценки, наличием необходимой информации, приемами и методами, наработанными оценщиком. На практике невозможно проанализировать все факторы, по которым осуществляется окончательный отбор, однако критерий отраслевого сходства является обязательным.

К критериям отбора относятся:

1. *Отраслевое сходство*. Список потенциально сопоставимых компаний всегда принадлежит одной отрасли, однако не все предприятия, входящие в отрасль или предлагающие свои товары на одном рынке, сопоставимы. Оценщик должен учитывать следующие дополнительные факторы:

- *Уровень диверсификации производства*. Если какое-либо предприятие выпускает один вид продукта или какой-то товар существенно доминирует в производстве и обеспечивает 85% общей прибыли, а сравниваемая компания ориентирована на широкий круг товаров и услуг, либо рассматриваемый продукт дает не более 20% от общей массы прибыли, то такие компании не являются для оценщика сопоставимыми.

- *Возможность перепрофилирования производства и заменимость производимых продуктов*.

- *Зависимость результатов деятельности от одних и тех же экономических факторов*. Стоимость капитала строительных компаний, работающих в районах массового строительства и в отдаленных экономических районах, будет существенно отличаться при достаточном сходстве других критериев, таких как численность работающих, состав парка строительных машин и механизмов.

2. *Стадия экономического развития оцениваемой компании и аналогов*. Опытная компания, проработавшая не один год, имеет неоспоримые преимущества и дополнительную прибыль за счет стабильного функционирования, хорошей клиентуры и поставщиков сырья.

Размер является важнейшим критерием, оцениваемым аналитиком при составлении окончательного списка аналогов. Оценка размера компании определяется по таким параметрам, как степень капитализации, численность персонала, объем реализованной продукции и

услуг, объем прибыли, число филиалов и т. д. Кроме того, оценщик должен учитывать, что более крупная компания не будет автоматически иметь большую прибыль только за счет своего размера. Поэтому оценщик должен в первую очередь учитывать факторы, обеспечивающие величину прибыли:

- *Географическая диверсификация.* Крупные компании обычно имеют более разветвленную сеть потребителей своей продукции, тем самым уменьшается риск нестабильности объемов продаж.

- *Количественные скидки.* Крупные компании закупают сырье в большем объеме, чем небольшие фирмы, и получают при этом значительные скидки.

- *Ценовые различия по сходным товарам.* Крупные компании зачастую имеют возможность устанавливать более высокие цены, так как потребитель предпочитает приобретать товар у хорошо зарекомендовавших себя фирм, оплачивая, по сути, товарный знак, гарантирующий качество.

3. *Перспективы роста.* Оценщик должен определить фазу экономического развития предприятия, поскольку она оказывает влияние на соотношение доли дивидендных выплат и доли чистой прибыли, направляемой на развитие предприятия.

4. *Финансовый риск.* Уровень финансового риска оценивается на основании следующих критериев:

- Структура капитала или соотношение собственных и заемных средств.

- Уровень ликвидности или возможности оплачивать текущие обязательства текущими активами.

- Кредитоспособность фирмы или ее способность привлекать заемные средства на выгодных условиях.

Оценщик редко находит компании абсолютно идентичные с оцениваемой, поэтому на основе анализа критериев он может сделать один из двух альтернативных выводов:

- компания сопоставима с оцениваемой по ряду характеристик и может быть использована для расчета мультипликаторов;

- компания недостаточно сопоставима с оцениваемой и не может быть использована в процессе оценки.

Итоговый список должен включать не менее трех аналогичных компаний. Оценщик может использовать зарубежные компании в качестве аналогов, однако в этом случае необходимо убедиться, что уровень производства сходен с оцениваемым предприятием, трансформировать отчетность и скорректировать расчетную величину ценового мультипликатора на уровень странового риска.

7.3. Характеристика ценовых мультипликаторов

Основным инструментом определения рыночной стоимости собственного капитала предприятия сравнительным подходом являются ценовые мультипликаторы.

Ценовой мультипликатор отражает соотношение между рыночной ценой предприятия и каким-либо его показателем, характеризующим результаты производственной и финансовой деятельности.

В качестве таких показателей можно использовать не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые др.

Ценовой мультипликатор рассчитывается по всем аналогичным предприятиям.

Для оценки рыночной стоимости оцениваемой компании выбранная аналитиком величина ценового мультипликатора используется как множитель к ее аналогичному показателю.

Для расчета ценового мультипликатора необходимо:

1. Определить величину капитализации или рыночную стоимость собственного капитала компании аналога. Для этого рыночная цена акции аналогичной компании умножается на число акций в обращении. Это даст нам значение числителя в формуле. Цена акции берется на последнюю дату, предшествующую дате оценки, либо она представляет среднюю величину между максимальной и минимальной ценой за последний месяц.

2. Вычислить необходимые финансовые показатели: прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и другие. Это даст нам величину знаменателя. В этом качестве может выступать показатель финансовых результатов либо за последний отчетный год, либо за последние 12 месяцев, либо средняя величина за несколько лет, предшествующих дате оценки.

В оценочной практике используются два типа ценовых мультипликаторов: интервальные и моментные.

К интервальному типу относят следующие мультипликаторы:

1. $\frac{\text{Цена}}{\text{Прибыль}}$.
2. $\frac{\text{Цена}}{\text{Денежный поток}}$.
3. $\frac{\text{Цена}}{\text{Дивидендные выплаты}}$.

$$4. \frac{\text{Цена}}{\text{Выручка от реализаций}}.$$

К моментному типу относят следующие мультипликаторы:

$$1. \frac{\text{Цена}}{\text{Балансовая стоимость}}.$$

$$2. \frac{\text{Цена}}{\text{Чистая стоимость активов}}.$$

Процесс формирования итоговой величины стоимости состоит из трех основных этапов:

- выбор величины мультипликатора, которую целесообразно использовать для оцениваемой компании;
- согласование предварительных результатов рыночной стоимости, полученных в результате использования различных видов ценовых мультипликаторов;
- внесение итоговых корректировок.

Выбор величины мультипликатора является наиболее сложным и ответственным этапом, требующим особенно тщательного обоснования, зафиксированного впоследствии в отчете об оценке, представляемом заказчику. Поскольку одинаковых компаний не существует, диапазон величины одного и того же вида ценового мультипликатора, рассчитанного по всему списку компаний-аналогов, может быть достаточно широким. Аналитик прежде всего отсекает экстремальные величины мультипликатора и рассчитывает его среднюю и медианную величину по аналогам.

Выбор величины ценового мультипликатора производится на основе анализа фактических средних и медианных значений по каждому финансовому коэффициенту, а также позиции оцениваемой компании по элементу сравнения. Методика поиска аналогов сводится к отбору компаний, чьи показатели наиболее близки к оцениваемой по таким критериям, как:

- структура балансового отчета;
- отчеты о финансовых результатах;
- значения финансовых коэффициентов.

Затем оценщик проводит графическое сравнение значений мультипликаторов по аналогам с наиболее близкими значениями рассчитанных минимальных, максимальных и медианных величин финансовых коэффициентов. Обычно выбирается не конкретная величина ценового мультипликатора, а диапазон наиболее объективных значений.

Сравнительный подход позволяет использовать аналитику максимальное число всех возможных видов мультипликаторов, следовательно, в процессе расчета будет получено столько же вариантов стоимости. Если аналитик в качестве итоговой величины предложит простую среднюю всех полученных величин рыночной стоимости собственного капитала, то это будет означать, что он одинаково доверяет всем мультипликаторам.

Наиболее объективным приемом определения итоговой величины рыночной стоимости является метод взвешивания. Оценщик, в зависимости от конкретных условий, целей и объекта оценки, степени доверия к той или иной информации, придает каждому мультипликатору и, соответственно, варианту стоимости свой вес. На основе такого взвешивания получается итоговая величина стоимости, которая может быть взята за основу для проведения последующих корректировок.

Итоговая величина стоимости, полученная в результате применения всей совокупности ценовых мультипликаторов, должна быть откорректирована в соответствии с конкретными условиями оценки бизнеса.

Результаты, полученные данным способом, имеют наиболее объективную рыночную основу, качество которой зависит от возможности привлечения широкого круга компаний-аналогов.

7.4. Применение математических методов в сравнительном подходе

Корреляционно-регрессионный анализ представляет один из наиболее гибких приемов обработки статистической информации. Он относится к так называемому факторному анализу, который позволяет выявить зависимость искомых переменных от заданных факторов и синтезировать математический и экономический смысл выявленной зависимости.

Применительно к сравнительному подходу к оценке бизнеса такой информацией являются, с одной стороны, рыночные данные о стоимости акций компаний, представленных на фондовом рынке, с другой – показатели финансово-хозяйственной деятельности этих компаний. Основой анализа регрессионной модели являются в данном случае ценовые мультипликаторы, которые используются при расчете стоимости компании методом компании-аналога либо методом сделок.

Функция регрессии показывает, каким будет среднее значение переменной, если независимые факторы примут конкретную величину.

Если представить рыночную стоимость оцениваемой компании в качестве переменной и проанализировать на основе имеющейся информации по аналогичным компаниям ее зависимость от ценообразующих показателей деятельности компаний, то можно построить регрессионную модель расчета стоимости оцениваемого предприятия.

Наиболее простым и наглядным методом построения регрессионной модели является однофакторная линейная регрессия. В процессе анализа можно использовать многофакторную линейную регрессию и нелинейные модели, однако применение более сложных моделей требует более тщательного финансового анализа достигнутых предприятием результатов и оценки их влияния на рыночную цену на акции данной компании. Другим не менее сложным вопросом является описание данных экономических взаимосвязей математическими функциями, что не всегда представляется возможным в силу специфики российских рыночных процессов и отсутствия достаточной, достоверной информационной базы.

Оценка стоимости компании на основе построения регрессионной модели предполагает следующие этапы:

1. Сбор и предварительный анализ необходимой информации.
2. Выбор ценообразующих факторов.
3. Выявление количественной зависимости.
4. Выбор регрессионной модели.
5. Проверка качества примененной модели.
6. Расчет стоимости оцениваемого бизнеса.

Рассмотрим более подробно содержание каждого из этапов.

1. *Сбор и предварительный анализ необходимой информации.* При оценке стоимости предприятия в рамках рыночного подхода необходимо собрать информацию о компаниях-аналогах. Это должны быть, во-первых, данные о рыночной капитализации компаний, полученные с фондового рынка. Здесь оценщик может выбирать, на основе каких цен он будет рассчитывать рыночную капитализацию.

2. *Выбор ценообразующих факторов,* влияющих на исследуемый показатель, формирует базу будущей модели. В рыночном подходе, в качестве базы могут выступать такие финансовые показатели, как выручка, прибыль, денежный поток, дивиденды, стоимость чистых активов, балансовая стоимость активов и некоторые др. Выбор конкретного показателя или их системы зависит от доступной информации, экономической значимости выбранных показателей для конкретной компании, а также предпочтений оценщика.

3. *Выявление количественной зависимости* между рыночной стоимостью компании и фактором, выбранным в качестве финансовой ба-

зы для построения регрессионной модели. На данном этапе оценщик математически подтверждает обоснованность аналитического выбора того или иного фактора. Это может быть осуществлено с помощью корреляционного анализа, а именно построения матрицы коэффициентов корреляции, измеряющих тесноту связи каждого из факторов-признаков с результативным фактором.

4. *Выбор регрессионной модели*, на основе которой в дальнейшем будет проведена оценка стоимости компании. Наибольшее практическое распространение получила однофакторная модель линейной регрессии.

5. *Проверка качества примененной модели* оценки стоимости предприятия с помощью корреляционно-регрессионного анализа. Анализ качества модели может быть проведен несколькими способами, основными из которых являются анализ остатков, анализ выбросов и анализ коэффициента детерминации.

Анализ остатков позволяет получить представление, насколько хорошо подобрана сама модель и насколько правильно выбран метод оценки коэффициентов. Исследование остатков производится с помощью изучения графика остатков.

Анализ выбросов также осуществляется с помощью графика остатков, который хорошо показывает резко отклоняющиеся от модели наблюдения. Подобным аномальным наблюдениям надо уделять особо пристальное внимание, так как их присутствие может грубо исказить значение полученной оценки.

Наиболее объективным способом проверки качества полученной модели является расчет коэффициента детерминации. Коэффициент детерминации представляет собой коэффициент корреляции, возведенный в квадрат. Он показывает долю вариации результативной переменной, находящейся под воздействием изучаемых факторов (фактора), т. е. определяет, какая доля вариации оцениваемой переменной учтена в модели и обусловлена влиянием выбранных факторов.

6. *Расчет стоимости оцениваемого бизнеса* путем постановки в полученную регрессионную модель значения базового финансового показателя деятельности оцениваемого предприятия.

Рассмотренная модель подразумевает использование информации о цене акций компаний, продающихся на фондовом рынке небольшими лотами, следовательно, она является разновидностью метода рынка капитала и позволяет оценивать миноритарные пакеты акций предприятия. В случае оценки контрольных пакетов или стоимости акционерного капитала в целом необходимо внести поправку на степень контроля.

В процессе оценки можно последовательно совершенствовать выбранную модель при помощи математических методов и пакета анализа. Грамотный сбор, обработка и анализ исходной информации, правильное выполнение всех процедур рассматриваемых методов позволит оценщику получить стоимость оцениваемой компании, адекватную состоянию инвестиционного рынка в конкретный период времени.

Тема 8. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

План

8.1. Сущность затратного подхода. Метод стоимости чистых активов.

8.2. Метод ликвидационной стоимости.

8.3. Оценка финансовых обязательств предприятия в рамках затратного подхода.

8.4. Классификация факторинговых операций.

8.5. Оценка дебиторской задолженности.

8.1. Сущность затратного подхода. Метод стоимости чистых активов

Затратный подход основывается на принципе замещения (актив стоит не больше, чем составили бы затраты на замещение всех его составных частей).

Применение затратного подхода в оценке стоимости предприятия наиболее обоснованно в следующих случаях:

- оценка предприятия в целом;
- оценка контрольного пакета акций предприятия, обладающего значительными материальными активами;
- оценка новых предприятий, когда отсутствуют ретроспективные данные о прибылях;
- оценка предприятий, когда имеются затруднения с обоснованным прогнозированием величины будущих прибылей или денежных потоков;
- отсутствие рыночной информации о предприятиях-аналогах;
- ликвидация предприятия (метод ликвидационной стоимости).

Если предприятие находится в режиме сокращенного воспроизводства или в его отношении осуществляется процедура наблюдения или внешнего управления, то стоимость действующего предприятия можно определить с большой долей условности, поскольку такое предприятие является, как правило, убыточным. Это делает практически невозможным применение доходного подхода.

При отсутствии предприятий-аналогов невозможно использовать сравнительный подход.

Таким образом, в распоряжении антикризисного управляющего остается в основном затратный подход.

Базовая формула затратного подхода выглядит так:

$$\text{Стоимость предприятия} = \text{Активы} - \text{Обязательства}.$$

Затратный подход в основном реализуется посредством двух методов: чистых активов и ликвидационной стоимости.

Метод чистых активов предполагает использование скорректированной балансовой стоимости. Он базируется на корректировке баланса предприятия в связи с тем, что балансовая стоимость активов и обязательств предприятия редко соответствует их рыночной стоимости.

Корректировка баланса предприятия проводится в несколько этапов:

1. Оценивается обоснованная рыночная стоимость каждого актива баланса в отдельности.

2. Определяется текущая стоимость обязательств предприятия.

3. Рассчитывается оценочная стоимость собственного капитала предприятия как разница между обоснованной рыночной стоимостью суммы активов предприятия и текущей стоимостью всех его обязательств.

Метод чистых активов является косвенным методом определения стоимости коммерческого предприятия. Полученная таким образом стоимость действующего предприятия не всегда объективно отражает его действительную стоимость, но из-за дефицита рыночной информации этот метод является одним из базовых для выяснения стоимости бизнеса.

В рамках оценки бизнеса при использовании метода чистых активов традиционный баланс предприятия заменяется скорректированным балансом, в котором все активы (материальные и нематериальные), а также все обязательства показаны по рыночной или какой-либо другой подходящей текущей стоимости.

Метод стоимости чистых активов основан на анализе активов компании. Использование данного метода дает лучшие результаты при оценке действующей компании, обладающей значительными материальными и финансовыми активами.

При этом в рамках метода стоимости чистых активов, используемого при оценке бизнеса компании в процессе реструктуризации, отдельные объекты (нематериальные активы, долгосрочные финансовые вложения, здания, машины, оборудование) могут оцениваться с использованием доходного и сравнительного подхода.

Процедура оценки предусматривает следующую последовательность шагов:

- определение рыночной стоимости всех активов компании;
- определение величины обязательств компании;
- расчет разницы между рыночной стоимостью активов и обязательств.

К числу активов компании относятся следующие группы активов:

- Нематериальные активы.
- Долгосрочные финансовые вложения.
- Здания, сооружения.
- Машины оборудования.
- Запасы.
- Дебиторская задолженность.
- Прочее.

Рассмотрим оценку отдельных видов активов в рамках затратного подхода.

При проведении оценки все объекты недвижимости делятся на следующие группы:

1. Объекты производственного характера (используемыми подходами оценки являются затратный и сравнительный).

2. Объекты непроизводственного характера (магазины, дома культуры и т. п.) (используемыми подходами в оценке являются сравнительный и доходный).

3. Объекты, не завершённые строительством (используемым подходом оценки является затратный).

Затратный подход основывается на изучении возможностей инвестора в приобретении имущества и исходит из принципа замещения, состоящего в том, что инвестор не заплатит за имущество большую сумму, чем та, в которую обойдется приобретение соответствующего имущества, аналогичного по назначению и качеству в обозримый период без существенных издержек.

При оценке зданий, сооружений, передаточных устройств применение затратного подхода заключается в расчете затрат на воспроизводство оцениваемых активов за вычетом всех форм износа, обесценивания и устаревания актива.

Данные для оценки:

- Строительно-технические характеристики объектов на основании данных технических паспортов, а также по данным отдела капитального строительства оцениваемой компании.
- Справочная информация: требуемые затраты на ремонт, затраты, связанные с восстановлением.

Расчет производился в несколько этапов.

1. Расчет полной стоимости замещения зданий и сооружений.

Укрупненные показатели включают восстановительную стоимость всех общестроительных и специальных строительных работ, в том числе:

- санитарно-технических устройств (центральное отопление, вентиляция, водопровод, канализация и их вводы в здание, мусоропровод и другие виды благоустройства);
- электрических и слаботоковых устройств – освещение, лифт, радио, телефон, телевидение, а также газоснабжение.

При отсутствии данных работ оценщик осуществляет корректировку на расхождение.

2. Определяется полная стоимость замещения объема в ценах на дату оценки путем умножения на индекс удорожания.

3. Оценка износа.

В зависимости от целей и мотивов оценки объектом оценки может выступать либо отдельно взятая машина или единица оборудования (оценка «россыпью»), либо множество условно независимых друг от друга единиц машин и оборудования с учетом имеющихся производственно-технологических связей как между отдельными элементами комплекса, так и между ними, с одной стороны, и окружающей их технической инфраструктурой, с другой («системная оценка» или оценка производственно-технологических систем).

При оценке машин и оборудования в обязательном порядке учитываются происходящие в мировой и отечественной экономике инфляционные процессы, а также изменения в налоговом и таможенном законодательстве. Методика учета указанной группы факторов различна для импортного и отечественного оборудования.

При оценке рыночной стоимости оборудования используется, как правило, «оценка потоком», т. е. каждый элемент рассматриваемого

при этом имущества оценивается самостоятельно и независимо от других элементов.

Процедура оценки включает следующие этапы:

1. *Определение рыночной стоимости аналога* (получение информации из СМИ, интернет-ресурсов, прайс-листов и т. п.). При оценке оценщик может ориентироваться на аналогичные объекты путем сопоставления наименований, марок, технических характеристик.

2. *Определение величины износа*. Износ для основных машин, оборудования, транспорта и инвентаря определен косвенным методом.

8.2. Метод ликвидационной стоимости

Метод ликвидационной стоимости основан на оценке тех же чистых активов, но с учетом поправки на их ликвидность.

Метод ликвидационной стоимости основан на определении разности между стоимостью имущества, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и раздельной продаже его активов на рынке, и издержками на ликвидацию.

При определении ликвидационной стоимости предприятия необходимо учитывать все расходы, связанные с ликвидацией предприятия: комиссионные и административные издержки по поддержанию работы предприятия до его ликвидации, расходы на юридические и бухгалтерские услуги.

Оценка ликвидационной стоимости производится в следующих случаях:

- прибыль предприятия от производственной деятельности невелика по сравнению со стоимостью его чистых активов;
- предприятие убыточное, и стоимость компании при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности;
- принято решение о ликвидации предприятия;
- предприятие находится в стадии банкротства;
- требуется основа для принятия управленческих решений при финансировании предприятия должника, финансировании реорганизации предприятия; при осуществляемой без судебного разбирательства санации предприятия; при выработке плана погашения долгов предприятия-должника, оказавшегося под угрозой банкротства; при выявлении и обосновании возможности выделения отдельных производственных мощностей предприятия в экономически самостоятельные организации и др.

При определении ликвидационной стоимости различают три вида ликвидации:

1. Упорядоченная ликвидация.
2. Принудительная ликвидация.
3. Ликвидация с прекращением существования активов предприятия.

Упорядоченная ликвидация – это распродажа активов в течение разумного периода, чтобы можно было получить максимальные суммы от продажи активов. Для наименее ликвидной недвижимости предприятия этот период составляет около двух лет.

Принудительная ликвидация означает, что активы распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе.

Ликвидация с прекращением существования активов предприятия рассчитывается в случае, когда активы предприятия не распродаются, а списываются и уничтожаются, а на данном месте строится новое предприятие, дающее значительный экономический либо социальный эффект. Стоимость предприятия в этом случае является отрицательной величиной, так как требуются определенные затраты на ликвидацию активов.

Последовательность работ по расчету ликвидационной стоимости предприятия при упорядоченной или ускоренной ликвидации совпадает, изменяются лишь методы оценки из-за различий в учете сроков продажи активов.

Этапы оценки предприятия в этом случае следующие:

1. Обоснование выбора ликвидационной стоимости. Основным фактором, влияющим на величину ликвидационной стоимости и отличающим ее от рыночной, является фактор вынужденной продажи, что характерно для нерыночных условий продажи имущества.

К тому же при определении стоимости ликвидируемого предприятия денежная сумма, получаемая от вынужденной продажи имущества в ограниченный отрезок времени, не позволяющий значительному числу потенциальных покупателей ознакомиться с объектом и условиями продажи, как правило, существенно ниже рыночной, и должна быть еще уменьшена на затраты, связанные с ликвидацией предприятия. Следовательно, цена продажи активов в этом случае является вынужденной ценой для собственника.

2. Разработка календарного графика продажи активов предприятия (время на реализацию активов: недвижимого имущества, затрат, машин и оборудования).

3. Расчет текущей стоимости активов (за вычетом затрат на их ликвидацию):

- прямые затраты на ликвидацию (комиссионные оценочным и юридическим фирмам, налоги и сборы, которые платятся при продаже);
- расходы, связанные с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение запасов готовой продукции и незавершенного производства, оборудования, машин, механизмов, объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации.

Стоимость активов корректируется на величину накладных расходов по их реализации.

4. Скорректированная стоимость оцениваемых активов с учетом графика их продажи дисконтируется на дату оценки по ставке дисконтирования с учетом риска, связанного с этой продажей.

5. Прибавляется (или вычитается) операционная прибыль (убытки) ликвидационного периода.

6. Рассчитывается величина обязательств предприятия (преимущественные права на выходные пособия и выплаты работникам предприятия, требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества ликвидируемого предприятия, задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды, расчеты с другими кредиторами).

7. Определение ликвидационной стоимости предприятия (из скорректированной текущей стоимости активов вычитаются обязательства предприятия).

В состав затрат, связанных с ликвидацией предприятия, входят затраты по налогообложению, страхованию и охране активов до их продажи, выходные пособия и выплаты работникам предприятия, управленческие расходы (в том числе юристов, оценщиков и т. д.). Все расходы, за исключением выплат работникам предприятия, дисконтируются по повышенной ставке.

После определения всех затрат, связанных с ликвидацией предприятия, производится уменьшение скорректированной стоимости всех активов баланса на сумму текущих затрат, связанных с ликвидацией предприятия, а также на величину всех обязательств предприятия. В результате получается величина ликвидационной стоимости предприятия.

Делая итоговый вывод о ликвидационной стоимости предприятия, оценщик должен проанализировать факторы, имеющие отношение к

собственно имуществу, и факторы, которые обуславливают уровень управления предприятием. Если ситуация банкротства предприятия вызвана низким уровнем управления, то это обстоятельство не должно негативно отразиться на величине ликвидационной стоимости предприятия. Если же причины банкротства – высокая степень износа активной и пассивной частей активов предприятия, негативные особенности местоположения, то эти факторы существенно снизят уровень ликвидационной стоимости предприятия.

8.3. Оценка финансовых обязательств предприятия в рамках затратного подхода

Существенное влияние на стоимость бизнеса оказывают финансовые обязательства предприятия.

Гражданский кодекс Республики Беларусь трактует понятие обязательства следующим образом: в силу обязательства одно лицо (должник) обязано совершить в пользу другого лица (кредитора) определенное действие, как-то передать имущество, выполнить работу, уплатить деньги и т. п. либо воздержаться от определенного действия, а кредитор имеет право требовать от должника исполнения его обязанности.

Кроме того, в более узком смысле, долговое обязательство – это документ, выдаваемый заемщиком кредитору при получении ссуды.

В настоящее время, на качественно новом этапе развития экономики, в условиях налаженных хозяйственных и финансовых связей встает вопрос об определении рыночной стоимости проблемной дебиторской задолженности, просроченных кредитов, векселей третьих лиц и даже обязательств надежных партнеров. Речь идет о факторинговых операциях банков.

Факторинг – это деятельность специализированного учреждения (факторинговой компании или факторингового отдела банка), которая заключается с переуступкой этому учреждению клиентом-поставщиком неоплаченных платежных требований (счетов-фактур) за предоставленные товары, выполненные работы или оказанные услуги.

При этом факторинговая компания (или отдел банка) за определенную плату получает от предприятия право взыскивать и зачислять на его счет причитающиеся ему от покупателей суммы денег, тем самым факторинговая компания кредитует оборотный капитал клиента и принимает на себя его кредитный и валютный риски.

В основе возникновения факторинговых операций лежит явление коммерческого кредита – предоставление продавцом покупателю кредита в виде отсрочки платежа за уже проданные товары.

Помимо кредитной функции факторинг включает элементы информационного, юридического, страхового, бухгалтерского обслуживания поставщика.

На международном уровне факторинг широко применяется последние 25–30 лет и в настоящее время является одной из наиболее распространенных услуг коммерческих банков.

К трем основным участникам факторинговой операции относятся фактор (банк) – покупатель требования, первоначальный кредитор (клиент данного банка) и должник, получивший от клиента товары с отсрочкой платежа.

Для первоначального кредитора, который поставил должнику товары (работы, услуги) с отсроченной оплатой выгода объясняется тем, что, во-первых, основную часть денежной выручки он получает сразу, следовательно, он может расплатиться со своими поставщиками (покупка у них товаров с немедленной оплатой обойдется дешевле, чем покупка в кредит) и осуществлять дальнейшее производство, во-вторых, первоначальный кредитор освобождается от риска неоплаты своих требований, а при работе с зарубежными клиентами – от риска неблагоприятного изменения валютного курса.

Таким образом, первоначальный кредитор ускоряет оборачиваемость средств в расчетах, снижает неплатежи, укрепляет финансовое состояние.

Факторинговое обслуживание наиболее эффективно для малых и средних предприятий, увеличивающих объемы производства, но испытывающих финансовые затруднения из-за несвоевременного погашения долгов дебиторами, чрезмерных товарных запасов и низкой рентабельности.

Как правило, на факторинговое обслуживание не принимаются:

- предприятия с большим количеством должников с небольшими суммами задолженности;
- поставщики нестандартной и узкоспециализированной продукции;
- предприятия, реализующие свою продукцию на условиях послепродажного обслуживания или по бартеру;
- строительные и другие фирмы, работающие с субподрядчиками;
- предприятия, реализующие свою продукцию по долгосрочным контрактам и выставяющие счета поэтапно или получающие авансовые платежи.

Кроме того, переуступке не подлежат долговые обязательства предприятий, объявленных неплатежеспособными, физических лиц, а также филиалов или отделений предприятий.

8.4. Классификация факторинговых операций

К факторинговым операциям относятся:

1. *Внутренние и международные.* Внутренние – поставщик и его контрагенты, а также факторинговая компания находятся в одной стране.

При постоянных экспортных поставках в одну-две страны экспортер может заключить договор о факторинговом обслуживании в стране-импортере – так называемый прямой импортный факторинг. В своей стране он может заключить договор о прямом экспортном факторинге, когда факторинговый отдел или компания берут на себя кредитный риск, а оценку кредитоспособности плательщиков и инкассирование требований по их поручению могут производить юридические конторы страны-импортера.

Факторинговый отдел (компания) экспортера может заключить договор о выполнении части работ с факторинговой компанией страны-импортера. Это называется взаимным, или двухфакторным факторингом.

2. *Конвенционный (возникший первоначально) и конфиденциальный виды факторинга.* При конвенционном факторинге поставщик указывает на своих счетах, что требование продано банку (факторинговой фирме), что при этом практически все функции, кроме производственных (финансовое, бухгалтерское, юридическое и прочее обслуживание), осуществляет факторинговый отдел.

Конфиденциальный факторинг получил широкое распространение в последние годы, при этом виде факторинга предприятие-поставщик не теряет самостоятельной связи с рынком, факторинговый отдел ограничивается выполнением только некоторых операций – покупкой права на получение денег от покупателей, оплатой долгов и т. д. По сути, этот вид факторинга является формой предоставления поставщику-клиенту кредита под товары отгруженные, а покупателю – платежного кредита. Риск в данной операции выше (стоимость конфиденциальных операций выше, чем конвенционных, кроме того, конфиденциальный факторинг значительно дороже других банковских кредитов).

В мировой практике стоимость факторинговых услуг включает два элемента:

- плату за обслуживание (комиссию), которая рассчитывается как определенный процент от суммы счетов-фактур, а иногда может устанавливаться фиксирование, в среднем эта сумма находится в пределах 0,5–3% стоимости счетов-фактур;
- плату за предоставленные в кредит средства.

Процент за кредит обычно на 2–3% выше процента по краткосрочным кредитам клиентов с аналогичным оборотом и кредитоспособностью, что позволяет компенсировать дополнительные затраты и риск банка.

Договор (соглашение) о факторинговом обслуживании, как правило, заключается на срок от одного года до четырех лет.

До заключения договора на предоставление факторинговых услуг необходимо:

- проанализировать кредитоспособность поставщика;
- изучить данные о качестве производимых товаров или услуг, объемах и темпах роста реализации, учесть сезонный характер колебаний объемов продаж;
- собрать и проанализировать информацию о платежеспособности должников;
- предварительно оценить качество долговых требований, которые будут переуступлены (подразумевается, что соответствующему отделу банка или факторинговой фирме будет предоставлена вся необходимая документация), провести анализ условий поставок и расчетов в договоре поставки, возможных причин возникновения спорных вопросов и т. п.

Факторинговые операции облагаются также налогом на добавленную стоимость. Поставщики, заключившие договор с банком на факторинговое обслуживание, включают оплату за него в себестоимость продукции (услуг).

Комиссионное вознаграждение за факторинговое обслуживание зачисляется в доходы банка и учитывается при расчете налогооблагаемой базы для уплаты налога на прибыль.

Факторинговые операции специфичны и требуют тесных и доверительных связей с поставщиками.

8.5. Оценка дебиторской задолженности

Дебиторская задолженность позволяет дебитору получить бесплатный кредит, а кредитору не только обеспечить реализацию его продукции, но и в ряде случаев отсрочить выплату налоговых платежей, т. е. применить схему «взаимных долгов».

Вместе с тем с развитием рыночных отношений дебиторская задолженность все в большей мере выступает как самостоятельный объект купли-продажи на открытом рынке.

При оценке стоимости дебиторской задолженности важно проанализировать способы ее образования.

Дебиторская задолженность – комплексная статья, включающая расчеты:

- с покупателями и заказчиками;
- по вексям к получению;
- с дочерними и зависимыми обществами;
- с участниками (учредителями) по взносам в уставный капитал;
- по выданным авансам;
- с прочими дебиторами.

На возникновение и увеличение дебиторской задолженности влияют следующие факторы:

1. Стремление к максимизации денежных потоков предприятия.
2. Желание снизить издержки фирмы.
3. Получение дебитором неявного бесплатного кредита.

Если дебиторская задолженность рассчитана на погашение в течение 12 месяцев, то она считается нормальной, в случае превышения указанного срока она является ненормальной или просроченной.

Объем дебиторской задолженности зависит от многих факторов: вида продукта, емкости рынка, степени его наполняемости данной продукцией, системы расчетов с покупателями и т. д.

Задача же создания и поддержания оптимальной структуры собственных оборотных активов, эффективное управление оборотными активами и краткосрочными пассивами приобретает особое значение в рыночной экономике. Дебиторская задолженность является как раз тем активом, который может стать объектом активной работы по улучшению структуры собственных оборотных средств. По этой причине целесообразно выделить дебиторскую задолженность предприятия как самостоятельный объект оценки.

В настоящее время не существует общепринятой методики оценки стоимости дебиторской задолженности. Использование при оценке стоимости дебиторской задолженности зарубежного опыта практически невозможно в силу различия общепринятых правил ведения бухгалтерского учета, составления отчетности, а также потому, что залоговые обязательства иностранных компаний существуют, как правило, в форме векселей, облигаций и других ценных бумаг, свободно обращающихся на биржевом или внебиржевом рынке. Таким образом, проблема оценки стоимости дебиторской задолженности стоит для российских оценщиков особенно остро.

Все известные методики можно подразделить на ведомственные (часто существующие в форме проекта и поэтому имеющие многочисленные недостатки) и авторские, разработанные практикующими экспертами-оценщиками. Общей чертой всех методик является то, что оценка дебиторской задолженности предполагает проведение финансового анализа, позволяющего «очистить» обязательства от безнадежных, агрегировать их по различным критериям и, применив определенные понижающие коэффициенты разной степени сложности, привести исходную величину долговых обязательств к рыночной или ликвидационной стоимости. При этом все ведомственные методики стремятся к унификации расчетов стоимости долговых обязательств и направлены на массовую, зачастую экспресс-оценку. Это приводит к «усредненной оценке», не позволяющей учесть специфические характеристики конкретного портфеля долговых обязательств. В свою очередь, авторские методики, разработанные на основе конкретного фактического материала, учитывают отличительные черты оцениваемого объекта, но достаточно сложны в расчетах и могут использоваться ограниченно.

Основные методики:

1. Оценка дебиторской задолженности методом дисконтированных денежных потоков.

Согласно данной методике стоимость дебиторской задолженности определяется на основе принципа изменения стоимости денег во времени.

2. Методика Национальной коллегии оценщиков.

Особенностью данной методики является использование при определении стоимости дебиторской задолженности трех основных подходов к оценке: затратного, доходного и сравнительного.

3. Методика, основанная на расчете кумулятивного коэффициента уменьшения.

Кумулятивный коэффициент уменьшения может быть рассчитан для дебиторской задолженности конкретного дебитора или для каждой отдельной группы относительно идентичных долгов. Группировка обычно производится по таким параметрам, как долгосрочные и краткосрочные, просроченные и непросроченные, по группам должников или по отдельным должникам (дебиторам).

Расчет величины кумулятивного коэффициента уменьшения проводится на основе анализа факторов, определяющих рыночную стоимость дебиторской задолженности.

Недостатком данной методики является то, что предлагаемый алгоритм расчета требует наличия у оценщика большого количества информации о должнике, что в большинстве случаев труднодостижимо на практике, особенно, когда должник и кредитор находятся в процессе судебного разбирательства по поводу оцениваемой задолженности.

4. Коэффициентная методика определения стоимости дебиторской задолженности.

Сущность данного способа состоит в том, что стоимость дебиторской задолженности уменьшается на определенный коэффициент в зависимости от срока неплатежа.

Основной сферой применения коэффициентной методики является оценка стоимости дебиторской задолженности в рамках оценки стоимости бизнеса затратным подходом, а также оценка стоимости дебиторской задолженности с небольшим сроком давности.

Среди преимуществ рассматриваемой методики можно отметить простоту ее применения, отсутствие необходимости сбора специальной информации.

Однако методика имеет ряд серьезных недостатков, среди которых можно отметить экспертный характер коэффициентов дисконтирования; монофакторный характер расчета стоимости дебиторской задолженности, когда единственным фактором, учитываемым в процессе оценки, является срок неплатежа; неприменимость методики для дебиторской задолженности с большими сроками возникновения, так как ее использование приведет только к списанию дебиторской задолженности.

Однако, несмотря на указанные существенные недостатки, коэффициентная методика является самой распространенной методикой оценки стоимости дебиторской задолженности.

Непосредственные технологии формирования оценки стоимости дебиторской задолженности существенно зависят от характеристики

бизнеса должника. Условно все предприятия-дебиторы подразделяются исследователями на шесть основных групп, в каждой из которых применяются соответствующие методы, учитывающие специфику данной группы.

Группа I. «Мелкие» дебиторы с задолженностью менее 500 минимальных размеров оплаты труда, для которых нет законных оснований для возбуждения дела о банкротстве. Основными вариантами методик расчета рыночной стоимости такой задолженности являются анализ тенденции прошлого оборота и оценка возможности погашения долга через суд без возбуждения дела о банкротстве.

Группа II. Дебиторы, находящиеся в процессе арбитражного управления, в том числе и банкроты, когда оценка стоимости практически полностью определяется финансовым анализом предприятия и рыночной стоимостью его активов.

Группа III. Дебиторы, зависимые от кредитора – продавца дебиторской задолженности. В основном, это дочерние организации и предприятия, деятельность которых практически полностью определена кредитором. В этом случае расчет рыночной стоимости более связан с деятельностью кредитора, нежели самого должника.

Группа IV. «Нормальные» дебиторы с постоянным оборотом и функционирующим бизнесом. Именно эту группу в дальнейшем следует принимать во внимание при исследованиях по определению рыночной стоимости дебиторской задолженности.

Группа V. Дебиторы с нулевым оборотом в течение финансового года и более. В зависимости от причин такого положения возможны разные варианты расчета стоимости. Из практики следует, что наиболее вероятным путем погашения таких обязательств является обращение в арбитражный суд. Поэтому методика расчета стоимости будет довольно близка к методике дебиторов группы II с соответствующими корректировками. Однако это суждение не безусловно.

Группа VI. «Новые» дебиторы, по которым пока еще не было возврата задолженности или нельзя сделать вывод об интерполяции такого возврата, как сформировавшейся тенденции.

Данная классификация дебиторов позволяет полно и обоснованно проводить анализ конкретной задолженности, что существенно влияет на определение ее рыночной стоимости. Однако она весьма условна, поэтому в практике следует учитывать специфические особенности каждого конкретного дебитора, а также реальные условия его функционирования на экономическом рынке региона.

Тема 9. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ЦЕННЫХ БУМАГ И АКЦИЙ

План

- 9.1. Ценные бумаги как объект оценки.
- 9.2. Учет рисков при оценке ценных бумаг.
- 9.3. Оценка стоимости акций.
- 9.4. Оценка стоимости долговых ценных бумаг.

9.1. Ценные бумаги как объект оценки

Ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

К ценным бумагам относятся облигации, векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, обыкновенные и привилегированные акции и другие документы, которые законодательством о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг.

Ценные бумаги, с одной стороны, относятся к финансовым активам предприятия и являются объектом для инвестирования, с другой стороны, такие ценные бумаги, как акции, являются формой капитала акционерных обществ, а облигации – средством привлечения капитала. Следовательно, ценные бумаги оцениваются и как самостоятельный объект оценки в составе финансовых активов, и как собственный капитал, и как долговые обязательства предприятия.

Триединая роль ценных бумаг предопределяет и их особое положение в качестве объекта стоимостной оценки.

Оценка стоимости ценных бумаг представляет собой упорядоченный, целенаправленный процесс определения величины рыночной стоимости ценной бумаги в денежном выражении, с учетом всех влияющих на нее факторов.

К основным факторам стоимости ценных бумаг относятся финансовое положение и статус эмитента, цель и права инвестора, срок до погашения, доходность, ликвидность, рыночность (надежность), показатели (индикаторы) фондового рынка на момент оценки.

Ценные бумаги оцениваются в целях купли-продажи, внесения в уставный фонд, эмиссии, залога, в случае ликвидации компании-эмитента или компании-инвестора, в случаях слияния, поглощения, реструктуризации и др.

Цели оценки ценных бумаг предопределяют используемые стандарты стоимости. Особое внимание следует обратить на внутреннюю, теоретическую или фундаментальную стоимость, рыночную стоимость, как наиболее часто применяемый при оценке стандарт стоимости, и инвестиционную стоимость.

Внутренняя или фундаментальная стоимость отражает финансовое состояние эмитента на момент оценки и является потенциальной величиной, которая может быть адекватно воспринята рынком, недооценена или переоценена в зависимости от рыночных ожиданий инвесторов и конъюнктуры рынка в целом.

Рыночная, или справедливая, стоимость – это сумма денежных средств, достаточная для приобретения актива или исполнения обязательства при совершении сделки между хорошо осведомленными, действительно желающими совершить такую сделку независимыми друг от друга сторонами.

Инвестиционная стоимость отражает конкретного инвестора, причем ее величина может меняться с изменением инвестиционных целей одного и того же инвестора. Инвестиционной целью может быть:

- доходность, в этом случае инвестор отдает предпочтение рискованным, но доходным бумагам;
- надежность, в этом случае выбор инвестора падет на низкодходные, но надежные ценные бумаги, например, государственные облигации;
- ликвидность – инвестор заинтересован в приобретении ценных бумаг, которые легко и быстро могут быть проданы на бирже с минимальной потерей стоимости.

В конкретный момент времени для конкретного инвестора наибольшую ценность представляют те ценные бумаги, которые в наибольшей степени отвечают его инвестиционным целям.

При оценке стоимости ценных бумаг оценщик руководствуется практически теми же принципами, что и при оценке бизнеса, при этом ведущую роль играют принципы наилучшего и наиболее эффективного использования, принцип зависимости от фондового рынка, принцип изменения стоимости и принцип экономического разделения и соединения прав.

Руководствуясь данными принципами, оценщик проводит оценку ценных бумаг с позиций всех трех подходов: доходного, затратного и сравнительного. При этом особое значение имеет доходный подход, так как именно величина, способ и время получения дохода и выгод от владения ценными бумагами интересуют инвестора прежде всего.

Потому можно сказать, что базовая формула доходного подхода является основной формулой для расчета стоимости ценных бумаг.

Эта формула может претерпевать изменения и модификации в зависимости от конкретных характеристик и параметров той или иной ценной бумаги.

Процедура оценки стоимости ценных бумаг представляет собой ряд взаимосвязанных этапов.

На первом этапе так же, как и при оценке бизнеса в целом, оценщик определяет цель оценки, изучает уставные документы компании эмитента, саму ценную бумагу, являющуюся объектом оценки, условия ее выпуска. Очень важно, чтобы условия выпуска, реквизиты оцениваемой бумаги не противоречили установленным законом требованиям.

Второй этап предполагает определение места оцениваемой бумаги в классификаторе ценных бумаг, что поможет определить общие закономерности оценки и ее особенности, обусловленные спецификой оцениваемого объекта. На этом же этапе целесообразно провести «тестирование» ценной бумаги с целью определения ее основных и дополнительных характеристик.

Тестирование можно провести, например, по следующим направлениям:

- наименование ценной бумаги;
- вид ценной бумаги;
- разновидность (например, кумулятивная привилегированная акция);
- характеристики из условий выпуска;
- рыночность, наличие котировок;
- эмитент, его финансовое положение;
- рейтинговая оценка ценной бумаги;
- ликвидность;
- доходность.

На третьем этапе оценщик выбирает методы оценки и формирует информационную базу. Особое значение в информационной базе занимает нормативно-законодательный блок, так как выпуск, обращение и погашение ценных бумаг, а также деятельность эмитента, инвестора и других участников фондового рынка строго регламентируются и контролируются специальными государственными органами.

Четвертый этап включает анализ платежеспособности эмитента и проведение расчета необходимого стандарта стоимости по выбранному алгоритму и выведение итоговой величины.

На пятом этапе осуществляется проверка расчетов и составляется отчет об оценке в соответствии с действующим законом и стандартами.

При формировании информационной базы оценки стоимости ценных бумаг оценщик использует результаты фундаментального и технического анализа.

9.2. Учет рисков при оценке ценных бумаг

Риск – это категория, неразрывно связанная со всеми финансовыми расчетами. Существует много определений этого термина, сходных по сути, но различающихся по форме.

Риск – возможное изменение в худшую (для клиента оценщика) сторону вычисляемых при оценке ценных бумаг стоимостных результатов и субъективная вероятность этого уменьшения.

Вообще-то, с точки зрения не реальных финансовых, а абстрактных математических вычислений, в приведенном выше определении слова «в худшую сторону» можно было бы отбросить и считать, что риск связан как с улучшением, так и с уменьшением величины получаемого результата. Но на практике молчаливо условились, что риском будут считать только те изменения, которые происходят в нежелательную для клиента оценщика сторону.

Наличие риска уменьшает величину стоимости ценных бумаг. Значит, учесть риск означает учесть в расчете стоимости ценных бумаг величину этого уменьшения.

Для учета риска существует много способов, некоторые из которых весьма изощренные и сложные. На практике применяют два относительно более простых способа, суть которых заключается в следующем:

1. *Методы учета риска, основанные на увеличении ставки дисконтирования.* В основной расчетной формуле доходного метода необходимо увеличить величину знаменателя за счет увеличения ставки дисконтирования.

Эти методы тоже могут быть подразделены на две группы методов:

1.1. Пофакторные методы, в которых общая премия за риск принимается состоящей из отдельных премий, вызываемых наличием отдельных факторов риска.

1.2. Агрегированные методы, в которых риск учитывается сразу, обобщенно.

Суть пофакторного метода заключается в том, что ставка дисконта принимается состоящей из суммы безрисковой ставки и премий за риск.

Безрисковая ставка принимается равной ставке дохода по долгосрочным государственным ценным бумагам. Эти ценные бумаги по

своей сути характеризуются самым малым в каждой стране риском неплатежеспособности и высокой степенью ликвидности. Базирование на долгосрочные ценные бумаги (обычно – облигации), а не на краткосрочные объясняется тем, что при этом удастся в какой-то степени учесть долгосрочное воздействие инфляции.

Премию за риск можно рассчитывать как очищенную или не очищенную от инфляции величину, аналогично величине дохода.

Премии за риск принимают состоящими из отдельных видов премий, набор и величина которых могут различаться. Например, такой набор может включать в себя следующие премии за риски:

- руководящий состав и качество управления;
- размер компании;
- финансовая структура (источники финансирования компании);
- товарная (территориальная) диверсификация;
- диверсифицированность клиентуры;
- уровень и прогнозируемость прибылей;
- прочие риски.

По каждому фактору назначается премия в диапазоне 0–5% с учетом особенностей конкретной компании.

Наиболее часто применение агрегированного метода связано с применением так называемого коэффициента бета. Бета является едва ли не главным показателем рынка ценных бумаг, в связи с чем агрегированный метод обычно называют «бета-метод».

Назначение этого метода заключается в том, чтобы дать инвестору на фондовом рынке возможность решать одну из основных задач: если он вложит деньги в ценные бумаги, как известно, более рискованные, чем безрисковые правительственные ценные бумаги (например, облигации), то какой дополнительный доход в качестве компенсации дополнительного риска он при этом получит.

Например, если доход на конкретные акции вырос на 10% и средний уровень дохода на рынке тоже повысился на 10%, или же наоборот, снижение рыночного дохода сопровождалось таким же падением дохода на данные акции, то в этом случае бета для данных акций равна 1. Если же доход на акции вырос на 12%, в то время как средняя доходность на рынке повысилась на 10%, это означает, что бета равна 1,2. Если же доходность акций увеличилась на 8% при росте среднерыночного дохода на 10%, это означает, что бета будет равна 0,8.

2. Методы учета риска, основанные на уменьшении величины дохода. В основной расчетной формуле уменьшить величину числителя – это значит вычислить так называемую цену риска (премию за риск), уменьшающую доход, а значит стоимость и цену ценных бумаг.

Эти методы применяются относительно реже, чем методы, основанные на увеличении ставки дисконтирования (и, не в последнюю очередь, из-за значительного количества требуемых вычислений).

9.3. Оценка стоимости акций

Акции имеют следующие виды стоимости:

- Номинальная стоимость – это стоимость акции, обозначенная на ее лицевой стороне. Определяется путем деления суммы уставного капитала на количество выпущенных акций.

- Эмиссионная стоимость – это стоимость первичного размещения акций, которая может отличаться от номинальной как в меньшую, так и в большую сторону.

- Балансовая стоимость представляет собой метод измерения акционерного капитала компании. Она является показателем бухгалтерского учета, который широко используется при изучении финансовой деятельности компании и оценке акций.

- Ликвидационная стоимость – это сумма активов компании, оставшаяся бы в случае реализации или аукционной продажи активов и погашения за счет полученных средств обязательств и выплат по привилегированным акциям.

- Инвестиционная стоимость – это стоимость, по которой, с точки зрения инвестора, должна продаваться ценная бумага на фондовом рынке в соответствии с ее характеристиками.

- Рыночная стоимость – цена реализации акций на фондовой бирже, которая зависит от соотношения спроса и предложения, которое определяется размером получаемого по акциям дивиденда, темпами изменения капитального прироста стоимости акций, биржевой конъюнктурой, общим состоянием рынка ценных бумаг и т. д.

Оценка акций необходима и обязательна:

- при внесении изменений и дополнений в уставный капитал акционерного общества;

- при реорганизации или ликвидации капитала акционерного общества;

- при переуступке долговых обязательств;

- при внесении акций в уставный капитал другого юридического лица;

- при залоге;

- при осуществлении сделок по купле-продаже акций;

- при проведении торгов (тендеров) по выкупу пакетов акций, принадлежащих государственным или муниципальным органам;

- при передаче акций в доверительное управление;
- при выкупе обществом у акционеров принадлежащих им акций;
- в случае оплаты дополнительно выпускаемых акций, если их номинальная стоимость более 200 минимальных размеров оплаты труда.

Особенности акции и пакета акций как товара следующие:

- Акции и пакеты акций не всегда имеют материально-вещественное воплощение. Они могут существовать как в документарной, так и в бездокументарной форме.

- В отличие от обычного товара, акция или пакет акций могут иметь ограничения в смене владельца. Эти ограничения определяются типом акционерного общества (ОАО или ЗАО).

- Переход прав собственности на акции обязательно регистрируется в реестре акционеров.

- Переход прав собственности на акцию или пакет акций означает получение права на часть дохода акционерного общества и право голоса, т. е. участие в принятии решений.

Рыночная стоимость акций зависит от многих факторов как макро-, так и микроэкономического характера, наблюдающихся в текущий момент времени и вероятных в будущем.

Существуют два взаимодополняющих подхода к анализу этих факторов – фундаментальный (аналитический) и технический.

При фундаментальном анализе принимаются во внимание все доступные экономические, политические, социологические явления, начиная с макроэкономики отдельных стран и всего мирового сообщества, заканчивая микроэкономикой отдельного предприятия.

Основными задачами фундаментального анализа являются:

- определение инвестиционной привлекательности страны, региона, отрасли, предприятия по экономическим показателям;

- исследование ликвидности ценных бумаг;

- определение степени оцененности акций предприятия по финансово-экономическим показателям;

- расчет «внутренней, фундаментальной стоимости» компании и ее сравнение с рыночной капитализацией;

- моделирование цены акции, при которой целесообразно инвестирование.

Технический анализ исходит из постулата, что все объективные данные о компании-эмитенте (запасы сырья, ожидаемые дивиденды, экономическое состояние и т. д.) уже заложены в текущую цену акции. Поэтому полагается, что динамика рыночной стоимости акции

не является непосредственной реакцией на текущие события, а зависит только от оценки этих событий участниками рынка.

Технический анализ заключается в исследовании предыдущих движений цен с целью определения их движения в будущем.

Макроэкономический анализ проводится оценщиком с целью определения инвестиционной привлекательности страны, что важно и для прогнозирования курсов акций, и для определения риска инвестиций в ценные бумаги данной страны. Основным ретроспективным показателем развития экономики страны является динамика валового внутреннего продукта (ВВП); также во внимание принимаются уровень инфляции, валютный курс, процентные ставки и др. Зависимость курсов акций от названных факторов довольно сложная: они являются взаимозависимыми, поэтому трудно отделить влияние одного без учета влияния другого.

Отраслевой анализ позволяет оценщику определить степень инвестиционной привлекательности отрасли, к которой принадлежит акционерное общество. В числе исследуемых факторов находятся структура отрасли, конкуренция, уровень и состав издержек, трудовые отношения, продолжительность производственного цикла, законодательное регулирование отрасли, производственный потенциал, планируемые капиталовложения в отрасль, рентабельность, уровень неплатежей. Установленные позиции отрасли по группам показателей позволяют охарактеризовать перспективы отрасли.

Анализ финансового положения предприятия начинается с чтения отчетных документов и качественного разбора отдельных статей. Важно иметь отчетные документы за предыдущий период, чтобы сравнить новые данные с прежними для получения предварительного представления о деятельности предприятия. Последующим этапом является преобразование баланса в вид, удобный для анализа и нормализации бухгалтерской отчетности. При этом отдельные статьи актива и пассива объединяются с целью получения наглядных справочных форм.

9.4. Оценка стоимости долговых ценных бумаг

Оценка стоимости любого объекта представляет собой упорядоченный, целенаправленный процесс определения в денежном выражении стоимости объекта с учетом потенциального и реального дохода, приносимого им в определенный момент времени в условиях конкретного рынка.

Особенность оценки стоимости долговых ценных бумаг определяется специфическими факторами, характерными для долговых ценных бумаг, а именно – способностью приносить доход, наличием риска и неопределенности при инвестировании, временным лагом между моментом инвестирования и получением дохода. Поэтому при оценке стоимости долговых ценных бумаг во главу угла ставятся доход как основной фактор, определяющий величину стоимости ценной бумаги, фактор риска и фактор времени.

Профессиональный оценщик в своей деятельности всегда руководствуется конкретной целью. Четкая формулировка цели позволяет правильно определить вид рассчитываемой стоимости, выбрать метод оценки. Как правило, цель оценки состоит в определении какой-либо оценочной стоимости, необходимой клиенту для принятия решения. Обычно целью оценки является определение рыночной стоимости долговых ценных бумаг.

Рыночная стоимость – наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства:

1. Одна сторона не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение.

2. Обе стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах.

3. Объект оценки представлен на открытый рынок в форме публичной оферты.

4. Оплата производится в денежной форме.

5. Цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки, принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было.

Таким образом, под рыночной стоимостью долговых ценных бумаг подразумевается стоимость, объективно отражающая всю совокупность экономических и иных выгод, которые могут быть получены от владения оцениваемыми ценными бумагами. При этом учитываются такие факторы, как текущая стоимость ожидаемых доходов, перспективы развития и возможное изменение доходности рынка долговых ценных бумаг, аспекты, связанные с риском инвестирования в ценные бумаги тех или иных эмитентов, и ряд других показателей.

Рыночная цена ценной бумаги, базируясь на рыночной стоимости, отражает, прежде всего, единовременное соотношение между спросом и предложением на ценные бумаги данного эмитента.

Иногда при обосновании инвестиционных проектов рассчитывают инвестиционную стоимость. Инвестиционная стоимость – стоимость ценных бумаг для конкретного инвестора при определенных целях инвестирования. В отличие от рыночной стоимости, определяемой мотивами поведения типичного покупателя и продавца, инвестиционная стоимость зависит от индивидуальных требований к инвестициям, предъявляемым конкретным инвестором.

Существует ряд причин, по которым инвестиционная стоимость может отличаться от рыночной. Основными причинами могут быть различия в оценке будущей прибыльности; в представлениях о степени риска; в налоговой ситуации; в сочетаемости с другими активами, принадлежащими инвестору.

Оценка долговых ценных бумаг (и в том числе облигаций) может проводиться в следующих целях:

- Повышение эффективности текущего управления сформированным портфелем ценных бумаг.
- Определение стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи на фондовом рынке. Для принятия обоснованного инвестиционного решения необходимо оценить рыночную стоимость ценных бумаг.
- Определение рыночной стоимости ценных бумаг при передаче их в качестве залога.
- Налогообложение.
- Прогнозирование цены при первичном размещении долговых ценных бумаг. Прогнозирование цены размещения ценных бумаг (доходности ценных бумаг) является одним из наиболее стратегически важных этапов эмиссии ценных бумаг.

Исходя из особенностей долговых ценных бумаг как объекта оценки, оценку стоимости осуществляют с позиций доходного подхода. Во главу угла ставится доход как основной фактор, определяющий величину стоимости объекта. Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его рыночной стоимости при прочих равных условиях. При этом имеют значение продолжительность периода получения возможного дохода, степень и вид рисков, сопровождающих данный процесс. Доходный подход – это определение текущей стоимости будущих доходов, которые возникнут в результате владения ценной бумагой.

Поэтому, чтобы приступить к оценке долговых ценных бумаг (в частности, облигаций), необходимо:

- определить цель, ради которой проводится оценка;
- обосновать используемый стандарт стоимости, который зависит от целей оценки и, в конечном счете, определяет выбор методов оцен-

ки (например, инвестора интересует прежде всего инвестиционная стоимость);

- определить объем доступной информации.

В большинстве случаев, выходя на рынок ценных бумаг, инвестор сталкивается с уже сложившимся уровнем цен (исключение составляют случаи первичного размещения и ситуации, когда инвестор располагает столь значительными суммами, что способен влиять на рынок). Данный уровень цен задается рынком и является внешним по отношению к инвестору. Однако то, что инвестор не может на данный уровень цен влиять, не означает того, что инвестор может не задумываться о ценообразовании на рынке ценных бумаг. Именно понимание того, как работает рынок ценных бумаг, способно защитить инвестора от ряда ошибок, а в некоторых случаях, позволить ему заработать повышенный доход.

Как и цена любого товара, рыночная цена облигации формируется под воздействием спроса и предложения со стороны инвесторов. При этом, однако, рыночная цена облигации не является абсолютно случайной, а колеблется около своего естественного значения, своей рыночной (внутренней) стоимости.

Факторами риска по облигациям являются следующие: риск неплатежа, ликвидность, срок до погашения. Тогда можно представить требуемую обещанную доходность по облигациям в виде следующей суммы:

$$\begin{aligned} \text{Обещанная доходность} &= \text{Безрисковая доходность} + \text{Премия} \\ &\text{за возможность неплатежа} + \text{Премия за риск неопределенности} \\ &\text{платежей} + \text{Премия за срок} + \text{Премия за ликвидность.} \end{aligned}$$

Таким образом, цена конвертируемой облигации зависит от совокупного действия многообразных факторов, связанных с условиями на финансовом рынке (от которых зависит цена долговых бумаг), ценами акций, сроками и другими параметрами, задающими стоимость опциона, а также от всевозможных дополнительных ограничений. Очевидно, что, будучи зависимыми от стольких условий, конвертируемые облигации оказываются очень волатильной ценной бумагой. Поэтому они могут рассматриваться не только как средство вложения капитала с фиксированной доходностью, но и как прекрасный инструмент для спекуляций.

Тема 10. ОЦЕНКА МАРКЕТИНГОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

План

- 10.1. Значение и задачи оценки маркетинговой деятельности.
- 10.2. Спрос как экономическая категория.
- 10.3. Оценка ценовой политики предприятия.
- 10.4. Оценка конкурентоспособности продукции.

10.1. Значение и задачи оценки маркетинговой деятельности

Необходимыми условиями достижения самоокупаемости и самофинансирования предприятия в условиях рынка являются ориентация производства на потребителей и конкурентов, гибкое приспособление к изменяющейся рыночной конъюнктуре.

Каждому предприятию, перед тем как планировать объем производства, формировать производственную мощность, необходимо знать, какую продукцию, в каком объеме, где, когда и по каким ценам оно будет продавать. Для этого нужно изучить спрос на продукцию, рынки ее сбыта, их емкость, реальных и потенциальных конкурентов, потенциальных покупателей, возможность организовать производство по конкурентной цене, доступность необходимых материальных ресурсов, наличие кадров необходимой квалификации и т. д. От этого зависят конечные финансовые результаты, воспроизводство капитала, его структура и, как следствие, финансовая устойчивость предприятия.

Деятельность любого предприятия начинается с маркетингового анализа, основными задачами которого являются:

- изучение платежеспособного спроса на продукцию, рынков ее сбыта и обоснование плана производства и реализации продукции соответствующего объема и ассортимента;
- анализ факторов, формирующих эластичность спроса на продукцию, и оценка степени риска невостребованной продукции;
- оценка конкурентоспособности продукции и изыскание резервов повышения ее уровня;
- разработка стратегии, тактики, методов и средств формирования спроса и стимулирования сбыта продукции;
- оценка устойчивости и эффективности производства и сбыта продукции.

С помощью маркетинга ведется постоянный поиск новых рынков, новых потребителей, новых видов продукции, новых областей применения традиционной продукции, способных обеспечить предприятию наибольший уровень прибыли. Маркетинг выступает в качестве инструмента регулирования производства и сбыта, ориентируя производственную деятельность предприятия, его структурную политику на рыночный спрос.

10.2. Спрос как экономическая категория

Основная цель маркетингового анализа – изучение спроса на продукцию и формирование портфеля заказов. От портфеля заказов зависят производственная мощность предприятия и степень ее использования в процессе дальнейшей деятельности. Если спрос на продукцию падает по каким-либо причинам, то, соответственно, уменьшается портфель заказов, идет спад производства, растут себестоимость продукции, убытки и предприятие может стать банкротом. Поэтому анализ спроса на профильную продукцию предприятия имеет большое значение. Это один из наиболее важных и ответственных этапов исследования рынка.

Спрос как экономическая категория характеризует объем товаров, которые потребитель желает приобрести по определенной цене на протяжении определенного периода времени на определенном рынке.

На уровень спроса влияют многие факторы: цены на предлагаемый товар, его качество, доходы покупателей, потребительские предпочтения, цены на сопряженные (взаимозаменяемые) товары, ожидание потребителями изменения их доходов и цен на товары, насыщенность рынка, процентные ставки по вкладам и т. д.

Степень чувствительности спроса к изменению цены измеряется при помощи коэффициента ценовой эластичности (E_p):

$$E_p = \frac{\text{Процентное изменение количества спроса } i\text{-го товара}}{\text{Процентное изменение цен на товар}}.$$

Коэффициент эластичности спроса по доходу (E_d) характеризует степень чувствительности спроса на товар при изменении дохода потребителей:

$$E_d = \frac{\text{Процентное изменение количества спроса } i\text{-го товара}}{\text{Процентное изменение доходов покупателей}}.$$

Спрос эластичный, если величина этих коэффициентов больше единицы, и неэластичный – если меньше единицы. При значении коэффициента эластичности равном нулю спрос абсолютно неэластичен (никакое изменение цены не влечет за собой изменения спроса на продукцию). Если коэффициент эластичности равен единице (единичная эластичность), то это значит, что темп роста спроса равен темпу снижения цены. Спрос бывает еще абсолютно эластичным, когда при неизменной цене или ее росте спрос на продукцию увеличивается до предела покупательских возможностей, что чаще всего бывает в условиях инфляции.

Рост цены при снижении объема продаж эффективен до тех пор, пока величина дополнительного дохода на единицу продукции превышает величину дополнительных издержек на единицу продукции.

Большое значение в изучении факторов формирования спроса имеет корреляционный анализ. С его помощью оценивается и прогнозируется степень зависимости спроса от исследуемых факторов.

Изучение спроса тесно связано с оценкой риска невостребованной продукции, который возникает вследствие отказа потребителей покупать ее. Он определяется величиной возможного материального и морального ущерба предприятия. Каждое предприятие должно знать величину потерь, если какая-то часть продукции окажется нереализованной. Чтобы избежать последствий риска невостребованной продукции, необходимо изучить факторы его возникновения с целью поиска путей недопущения или минимизации потерь.

Внутренние причины следующие:

- неправильно составленный прогноз спроса на продукцию служащими предприятия;
- неправильная ценовая политика на рынках сбыта;
- снижение конкурентоспособности продукции в результате низкого качества сырья, оборудования, отсталой технологии, низкой квалификации персонала;
- неэффективная организация процесса сбыта и рекламы продукции.

Внешние причины следующие:

- неплатежеспособность покупателей;
- повышение процентных ставок по вкладам;
- демографические;
- социально-экономические;
- политические и др.

Риск невостребованной продукции можно подразделить на преодолимый и непреодолимый. Критерием отнесения его к одной из групп является экономическая целесообразность нововведений, направленных на продвижение товаров на рынок. Если дополнительные затраты на дизайн, конструктивные изменения, упаковку, рекламу, организационную перестройку производства и сбыта превышают сумму их покрытия выручкой, то экономически они нецелесообразны, и наоборот.

Риск невостребованной продукции может быть обнаружен на предпроизводственной, производственной и послепроизводственной стадиях. Большой эффект достигается, если риск будет обнаружен на предпроизводственной стадии. Тогда экономический ущерб будет включать в себя только расходы на исследование рынка, разработку изделия и др. Если же риск невостребованной продукции обнаружен на производственной или послепроизводственной стадии, то это может серьезно пошатнуть финансовое состояние предприятия. В сумму ущерба, кроме перечисленных выше издержек, войдут издержки на подготовку, освоение, производство и частично сбыт продукции.

В зависимости от времени обнаружения риска невостребованной продукции управленческие решения могут быть разными. В первом периоде можно не приступать к производству данного вида продукции, заменив его другим. Во втором периоде еще можно внести существенные изменения в дизайн, конструкцию, цену изделия и за счет этого продвинуть его на рынок. Если риск обнаружен после изготовления продукции, то нужно думать, как избежать банкротства, потому что невостребованная продукция – это прямой убыток для предприятия. Каждый товар должен производиться лишь тогда, когда есть платежеспособный спрос на него, подкрепленный заявками или договорами на его поставку.

Чтобы оценить риск невостребованной продукции, нужно проанализировать обеспеченность производства продукции контрактами или заявками на поставку.

Для диагностики риска невостребованной продукции нужно проанализировать также динамику остатков готовой продукции и скорость ее реализации. Анализ должен показать, по каким видам резко возрастает доля нерезализованной продукции и замедляется скорость ее сбыта, которая определяется делением средних остатков продукции на однодневный объем ее продаж.

10.3. Оценка ценовой политики предприятия

Одним из наиболее существенных направлений маркетингового анализа является ценовая политика предприятия на товарных рынках.

От рынков сбыта зависят объем продаж, средний уровень цен, выручка от реализации продукции, сумма полученной прибыли и т. д. В первую очередь нужно изучить динамику положения каждого вида продукции на рынках сбыта за последние 3–5 лет.

По результатам анализа выделяют четыре категории товаров:

- «звезды», которые приносят основную прибыль предприятию и способствуют экономическому росту;
- «дойные коровы», которые переживают период зрелости, в незначительной степени способствуют экономическому росту, не нуждаются в инвестициях, приносят прибыль, которая используется на финансирование «трудных детей»;
- «трудные дети» – это, как правило, новые товары, нуждающиеся в рекламе, в продвижении на рынок, не приносят пока прибыли, но в будущем могут стать «звездами»;
- «мертвый груз» или «неудачники» – нежизнеспособны, не способствуют экономическому росту, не приносят прибыли.

При этом нужно учитывать, на какой стадии жизненного цикла находится каждый товар на отдельных сегментах рынка:

- Нулевая стадия характеризуется изучением и апробацией идеи разработки нового товара, а потом и самого товара.
- Первая стадия (выпуск товара на рынок и внедрение), на которой выясняется, будет ли товар иметь успех на рынке. Прибыль на этой стадии невысока, так как значительные средства идут на амортизацию исследований, продвижение товара на рынок.
- Вторая стадия (рост и развитие продаж), на которой товар начинает приносить прибыль. Он быстро покрывает все издержки и становится источником прибыли, хотя требует еще больших затрат на рекламную поддержку его продвижения на рынке.
- Третья стадия (зрелость) – товар имеет стабильный рынок, пользуется спросом и приносит регулярный доход, т. е. находится в самом прибыльном периоде, так как не требует затрат на продвижение на рынок, а только на рекламную поддержку его «известности».
- Четвертая стадия (насыщение и спад), на которой сначала объем продаж существенно не изменяется, а затем резко сокращается по предсказуемым и непредсказуемым причинам: товар, не претерпевающий никаких изменений, надоедает потребителям или же исчезает потребность, которую он призван был удовлетворять. Искусство со-

стоит в том, чтобы вовремя уловить и предвосхитить спад спроса на изделие путем его совершенствования или замены другим.

Кривая жизненного цикла строится на осях координат. На оси Х откладываются жизненные циклы изделия на рынке, а на оси Y – выручка с оборота или величина денежного потока. Кривая выручки растет со стадии внедрения на рынок до стадии зрелости, а затем падает. Кривая денежного потока достигает максимума в начале стадии зрелости, а потом снижается быстрее, чем кривая выручки.

Результаты анализа должны помочь руководству предприятия разработать ассортимент товаров в соответствии с его стратегией и требованиями рыночной конъюнктуры и ценовой политики.

Цены обеспечивают предприятию запланированную прибыль, конкурентоспособность продукции, спрос на нее. Через цены реализуются конечные коммерческие цели, определяется эффективность деятельности всех звеньев производственно-сбытовой структуры предприятия.

Ценовая политика состоит в том, что предприятие устанавливает цены на таком уровне и так изменяет их в зависимости от ситуации на рынке, чтобы обеспечить достижение краткосрочных и долгосрочных целей (овладение определенной долей рынка, завоевание лидерства на рынке, получение запланированной суммы прибыли, максимизация прибыли, выживание фирмы и т. д.).

В изучении ценовой политики и анализе обоснованности цен на продукцию предприятия важными вопросами являются следующие:

- установление, насколько цены отражают уровень издержек;
- какова вероятная реакция покупателей на изменение цен (эластичность спроса);
- используется ли политика стимулирующих цен;
- привлекательны ли цены предприятия в сравнении с ценами конкурентов,
- чем отличается политика ценообразования на данном предприятии от ценовой политики конкурентов и как действует предприятие при изменении цен конкурирующими фирмами;
- какова государственная политика в области ценообразования на аналогичные товары.

Ценовая политика предприятия должна корректироваться с учетом стадии жизненного цикла товаров. На стадии проникновения товара на рынок обычно применяют политику «снятия сливок». На стадии роста политика ценообразования должна ориентироваться на долгосрочную перспективу. На стадии зрелости ценовая политика, как правило, нацелена на получение краткосрочной прибыли, а на стадии спада следует применять скидки, пока не появится новый товар.

В процессе анализа необходимо также выявить реальных и потенциальных конкурентов, провести анализ показателей их деятельности, определить сильные и слабые стороны их бизнеса, финансовые возможности, цели и стратегию конкурентов в области экспансии на рынке, технологии производства, качества продукции и ценовой политики. Это позволит предугадать образ их поведения и выбрать наиболее приемлемые способы борьбы по укреплению своих позиций на рынках сбыта.

10.4. Оценка конкурентоспособности продукции

Под конкурентоспособностью понимают характеристику продукции, которая показывает ее отличие от товара-конкурента как по степени соответствия конкретной общественной потребности, так и по затратам на ее удовлетворение.

Оценка конкурентоспособности продукции основывается на исследовании потребностей покупателя и требований рынка. Чтобы товар удовлетворял потребности покупателя, он должен соответствовать определенным параметрам:

- техническим (свойства товара, область его применения и назначения);
- эргономическим (соответствие товара свойствам человеческого организма);
- эстетическим (внешний вид товара);
- нормативным (соответствие товара действующим нормам и стандартам);
- экономическим (уровень цен на товар, сервисное его обслуживание, размер средств, имеющихся у потребителя для удовлетворения данной потребности).

К задачам анализа относится следующее:

- оценка и прогнозирование конкурентоспособности продукции;
- изучение факторов, воздействующих на ее уровень;
- разработка мер по обеспечению необходимого уровня конкурентоспособности продукции.

Для оценки конкурентоспособности необходимо сопоставить параметры анализируемого изделия и товара-конкурента с уровнем, заданным потребностью покупателя, и сравнить полученные результаты. С этой целью рассчитывают единичные, групповые и интегральные показатели конкурентоспособности продукции.

Единичные показатели отражают процентное отношение уровня какого-либо технического или экономического параметра к величине того же параметра продукта-конкурента.

Кроме рейтинговой оценки конкурентоспособности товаров для определения фактического положения изделия на определенном рынке можно использовать матричный метод. Сущность его состоит в построении матрицы, в которой по вертикали отражаются темпы роста объема продаж всех или основных фирм-продавцов на рынке, а по горизонтали указывается доля рынка, контролируемая данной фирмой. Чем больше эта доля, тем выше фактическая конкурентоспособность товаров фирмы на данном рынке, и наоборот. С этой же целью рассчитывают и такой показатель, как отношение доли, занимаемой фирмой на рынке, к доле наиболее крупного конкурента. Если это отношение больше единицы, то доля фирмы считается высокой, если меньше – низкой.

Важное направление повышения конкурентоспособности продукции – совершенствование процессов товародвижения, организации торговли, сервисного обслуживания покупателей, рекламы продукции, которые являются мощными инструментами стимулирования спроса.

При анализе организации торговли выясняют, имеются ли у предприятия фирменные магазины, какие используются методы торговли (прямая, оптовая, мелкий опт, розничная, дилеры и т. д.), какой удельный вес они занимают в общем объеме продаж и какие из них наиболее доходные, каков уровень издержек обращения, как можно уменьшить расходы, не снижая эффективности.

Сервисные услуги и реклама являются мощными факторами в конкурентной борьбе за покупателя. Они требуют дополнительных затрат, но увеличивают объем продаж и прибыль. Поэтому в процессе анализа необходимо установить, какие виды сервисных услуг оказывает предприятие и как это стимулирует спрос на продукцию, сколько средств затрачивается на рекламу и какова ее эффективность (прослеживается ли связь между активностью рекламы и уровнем сбыта, уровнем прибыли, хорошо ли заметен фирменный знак предприятия среди конкурирующих, насколько упаковка товара способствует увеличению объема продаж).

Для изучения влияния данных факторов на объем продаж и сумму прибыли можно использовать приемы сопоставления параллельных рядов чисел, аналитических группировок, корреляционного анализа.

Раздел 2. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Тема 11. ОЦЕНКА ОБЪЕКТОВ НЕДВИЖИМОСТИ

План

- 11.1. Методологические проблемы экономической оценки стоимости имущества предприятия.
- 11.2. Виды стоимости недвижимого имущества.
- 11.3. Доходный подход к оценке недвижимости.
- 11.4. Рыночный подход к оценке недвижимости.
- 11.5. Доходный, рыночный и затратный подходы к оценке рыночной стоимости машин и оборудования.
- 11.6. Особенности оценки нематериальных активов.
- 11.7. Доходный, рыночный и затратный подходы к оценке рыночной стоимости нематериальных активов.
- 11.8. Экономическая оценка земельных участков, входящих в состав имущества предприятия.

11.1. Методологические проблемы экономической оценки стоимости имущества предприятия

На данном этапе развития недвижимость – это то немногое, что в долгосрочной перспективе обладает высокой ценностью. Цена этого ресурса намного превышает стоимость всей промышленности, а инвестиции в развитие недвижимости представляются сейчас наиболее перспективными.

Собственность на недвижимость лежит в самой основе частных имущественных прав, являющихся неотъемлемым атрибутом рыночных отношений. Недвижимость как объект предпринимательской деятельности является определенной гарантией стабильности бизнеса, сохранения стоимости капитала.

Следует различать экономическое понятие «недвижимость» и юридическое – «недвижимая собственность». Недвижимость – это земля, ее недра, здания и сооружения, благоустройство территории; включает все объекты, постоянно связанные с землей.

Недвижимая собственность – это интересы, польза и права, связанные с владением объектом недвижимости (право владения, пользования, распоряжения). Включают не только земную поверхность, недра под ней, воздушное пространство над ней, но и соответствующую

щие права, которыми могут владеть различные люди. Таким образом, недвижимая собственность включает физически осязаемые элементы (земля + улучшения) и пакет юридических прав.

Оценка стоимости имущества проводится для различных целей. Она лежит в основе продажи, передачи недвижимости в залог, сдачи в аренду, в доверительное управление; внесение в уставной капитал акционерного общества, дарения, наследования (для исчисления налога) и многих других операций, совершаемых на рынке недвижимости.

Оценка недвижимости всегда субъективна. Это обусловлено сложностью процесса оценки, связанной с необходимостью учета большого количества далеко не всегда известных факторов, взаимодействие которых между собой и влияние на результаты оценки довольно неоднозначно.

Мировая практика выработала унифицированный набор методических правил и приемов – принципов оценки недвижимости, – на основании которых определяется степень воздействия различных факторов на стоимость объекта недвижимости.

Принципы оценки недвижимости могут быть условно объединены в следующие четыре группы:

1. Принципы, основанные на представлении пользователя.
2. Принципы, связанные с землей, зданиями, сооружениями.
3. Принципы, связанные с рыночной средой.
4. Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования объекта недвижимости.

1. *Принципы, основанные на представлении пользователя*, отражают его представление об объекте недвижимости и включают полезность, замещение и ожидание.

Принцип полезности заключается в том, что всякая недвижимость обладает стоимостью только в том случае, если она полезна какому-либо потенциальному инвестору и может быть нужна для реализации определенных функций или личных потребностей, например, для работы промышленного предприятия или выращивания урожая.

Принцип замещения устанавливает верхний предел стоимости недвижимости. Он гласит, что максимальная стоимость собственности определяется наименьшей ценой или стоимостью, по которой может быть приобретена другая собственность с эквивалентной полезностью.

Принцип ожидания выражает, что полезность объекта недвижимости для пользователя и его стоимость прямо связаны с потоком доходов или других выгод, ожидаемых от использования оцениваемого объекта, а также его перепродажи.

2. Принципы, связанные с землей, зданиями и сооружениями.

Принцип остаточной продуктивности (или производительности) устанавливает, что в основе стоимости земли лежит ее остаточная продуктивность. Смысл этого утверждения вытекает из экономического соображения, согласно которому любой вид деятельности требует наличия четырех факторов производства: труда, капитала, предпринимательской деятельности, земли.

Принцип вклада (предельной производительности) означает, что в результате инвестиций должен быть получен доход, остающийся после покрытия издержек.

Принцип возрастающей и убывающей отдачи утверждает, что увеличение инвестиций в основные факторы производства ведет к увеличению темпов роста прибыли лишь до определенного предела, после которого прирост прибыли становится меньше, чем прирост капиталовложений.

Принцип сбалансированности (пропорциональности) устанавливает, что недвижимость достигает точки максимальной производительности или наилучшего использования, когда факторы производства (земля, труд, капитал и управление) сбалансированы друг с другом.

Принцип оптимальных величин является разновидностью принципа сбалансированности. Он гласит, что при сложившихся на рынке недвижимости тенденциях большим спросом пользуется определенная (оптимальная) величина объекта недвижимости данного типа.

Принцип имущественного разделения прав нацеливает на разделение и последующее соединение прав на недвижимость так, чтобы увеличить общую стоимость недвижимости.

3. Принципы, связанные с рыночной средой, определяют воздействие внешних условий на рыночную стоимость недвижимости.

К данной группе относятся следующие принципы: соответствия среды, зависимости, спроса и предложения, конкуренции, изменения.

4. Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования объекта недвижимости является синтезом принципов всех трех групп. Он гласит, что для целей рыночной оценки недвижимость необходимо оценивать при условии ее наилучшего и наиболее интенсивного использования.

Оценка недвижимости – это упорядоченный процесс, в основу которого положены принципы, рассмотренные ранее. Процесс оценки может быть разделен на 6 этапов:

1. Определение проблемы.
2. Составление плана и заключение договора на оценку.

3. Сбор и подтверждение информации.
4. Оценка недвижимости.
5. Согласование результатов оценки.
6. Отчет о результатах оценки.

Чаще всего отчеты об оценке используются в коммерческих целях, когда достаточно сокращенной формы отчета об оценке. Тем не менее он должен содержать полную информацию с определением базы оценки. Таким образом, отчет об оценке объекта недвижимости документирует его стоимость в соответствии с поставленными целями оценки.

11.2. Виды стоимости недвижимого имущества

Стоимость недвижимости – понятие неоднозначное. Существует множество определений, отражающих разное содержание этого понятия. Все виды стоимости недвижимости можно условно разделить на две большие группы, связанные между собой, но качественно и количественно не тождественные.

1. Стоимость обмена применяется при покупке, продаже, сдаче в аренду, передаче в залог, т. е. на рынке недвижимости.

Подвиды стоимости обмена следующие:

- Рыночная стоимость – это расчетная сумма, за которую был бы произведен обмен имущества на дату оценки между заинтересованным покупателем и заинтересованным продавцом в коммерческой сделке после надлежащего маркетинга, в которой стороны действовали бы, будучи хорошо осведомленными, расчетливо и без принуждения. Рыночная стоимость является предметом торга и может как повышаться, так и понижаться.

- Арендная стоимость – это рыночный размер арендной платы за сдаваемую внаем недвижимость.

- Залоговая стоимость определяется для целей ипотечного кредитования на основе рыночной стоимости.

- Страховая стоимость определяется по стоимости восстановления или замещения объекта, подверженного риску уничтожения или разрушения. На базе страховой стоимости объекта определяются страховые суммы, выплаты и проценты.

- Ликвидационная стоимость представляет собой денежную сумму, которую собственник может получить при вынужденной продаже объекта.

2. Стоимость в использовании выражает ценность объекта для собственника, который не собирается его продавать.

Подвиды стоимости в использовании следующие:

- Инвестиционная стоимость – это цена объекта недвижимости, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях. Инвестиционная стоимость рассчитывается исходя из ожидаемых инвестором доходов и конкретной ставки их капитализации и может быть либо выше, либо ниже рыночной стоимости. Данный вид стоимости имеет субъективный характер.

- Балансовая стоимость отражается в бухгалтерской документации и представляет собой стоимость имущества, по которой оно числится на балансе предприятия.

- Налогооблагаемая стоимость исчисляется для целей налогообложения. В соответствии с российским законодательством она тождественна инвентаризационной стоимости, базирующейся на восстановительной стоимости с учетом степени износа. В странах с развитой рыночной экономикой налогообложение осуществляется по рыночной стоимости.

- Восстановительная стоимость равна издержкам на воспроизводство точной копии объекта недвижимости.

- Стоимость замещения равна издержкам на воспроизводство аналогичного объекта, но в новом архитектурном стиле, с использованием новых материалов, прогрессивных строительных технологий и современного оборудования.

- В оценочной деятельности основным видом является стоимость обмена, а ее главным подвидом – рыночная стоимость, так как на ее основе или с ее учетом определяются арендная, страховая, залоговая, ликвидационная и другие подвиды стоимости, которые необходимы для проведения операций на рынке недвижимости.

- Стоимость в использовании с ее подвидами является расчетной, не рыночной величиной и по существу субъективной оценкой собственника. Она необходима для сравнения с альтернативными вариантами инвестиций, сопоставления с затратными оценками на создание аналогичных объектов и других целей.

Рыночная стоимость, как известно, определяется соотношением спроса и предложения.

Под спросом понимается то количество недвижимости данного вида, которое участники рынка готовы приобрести по определенной цене в течение определенного времени.

Под предложением понимается количество недвижимости определенного вида, которое выставляется на продажу или сдается в аренду по заданной цене в течение определенного времени. Точка рыночного равновесия, в которой совпадают спрос и предложение, определяет рыночную стоимость недвижимости данного вида и равновесный объем. Спрос, предложение и рыночная стоимость недвижимости подвержены влиянию множества факторов.

Экономические факторы следующие:

- экономическая ситуация в стране, регионе, на местном уровне;
- тенденции в изменении дохода, кредитная политика, ставки процента, арендной платы;
- стоимость строительства;
- тарифы на электроэнергию, транспортные и коммунальные услуги.

Физические факторы следующие:

- земля, климат, ресурсы, почва, местоположение;
- дороги, коммунальные объекты, здания, сооружения;
- общий вид, привлекательность.

Социальные факторы следующие:

- тенденции в отношении численности населения, его омоложение или старение,
- стиль и уровень жизни, размер семьи;
- уровень образования населения, уровень преступности.

Административные факторы следующие:

- ограничительное или либеральное зонирование;
- строительные нормы и правила, налоговая и финансовая политика, услуги муниципальных служб;
- дороги, инженерные сооружения, общественный транспорт, противопожарная служба;
- защита окружающей среды.

При оценке рыночной стоимости необходимо принимать во внимание, что на нее влияет и период времени, в котором она рассматривается. В краткосрочном периоде на рыночную стоимость влияет главным образом спрос, так как предложение не успевает приспособиться к изменениям спроса. В долгосрочном периоде влияние предложения усиливается, и оно активно влияет на рыночную стоимость. Рыночная стоимость, как показывает опыт, подвержена влиянию многочисленных, преходящих событий. Они иногда взаимно погашают влияние друг друга, но могут и усиливать совокупное воздействие на стоимость. Поэтому рыночные цены нестабильны. Вот почему оценка недвижимости, особенно специфической или уникальной, ослож-

нена и требует применения разнообразных методов, результаты которых необходимо согласовывать для получения результирующей оценки.

11.3. Доходный подход к оценке недвижимости

Для оценки недвижимости (земли, зданий и сооружений) применяют три подхода: доходный, рыночный и затратный. Доходный подход включает два метода:

- метод капитализации доходов;
- метод дисконтирования денежных потоков.

Доходы от владения недвижимостью представляют собой текущие и будущие поступления от сдачи ее в аренду, доходы от возможного прироста стоимости недвижимости при ее реализации в будущем. Конечный результат оценки по данному методу включает как стоимость земельного участка, так и стоимость зданий и сооружений.

Можно выделить следующие этапы процедуры оценки *методом капитализации*.

На первом этапе оценивают потенциальный валовой доход (*ПВД*). Он зависит от площади оцениваемого объекта и установленной ставки арендной платы:

$$ПВД = S \cdot A,$$

где S – площадь помещения, сдаваемого в аренду, м^2 ;
 A – арендная ставка за 1 м^2 .

Как правило, величина арендной ставки зависит от местоположения объекта, его физического состояния, наличия коммуникаций, срока аренды.

На втором этапе рассчитывают предполагаемые потери от недоиспользования объекта недвижимости и потери при сборе платежей. Понижение *ПВД* на сумму возможных потерь (*П*) дает величину реального валового дохода (*РВД*):

$$РВД = ПВД - П.$$

На третьем этапе вычисляют предполагаемые затраты по эксплуатируемой недвижимости. Периодические расходы, обеспечивающие ее нормальное функционирование, называют операционными издержками.

Их классифицируют:

- на условно-переменные затраты (коммунальные платежи, расходы по обслуживанию территории, оплата труда обслуживающего персонала);
- на условно-постоянные затраты (арендная плата, страховые платежи);
- на расходы на замещение (например, на замену кровли, полов, сантехнического оборудования).

На четвертом этапе устанавливают прогнозируемый чистый операционный доход (*ЧОД*) путем понижения *РВД* на величину операционных расходов (*ОР*) (за вычетом амортизационных отчислений). Следовательно, *ЧОД* определяют по формуле

$$\text{ЧОД} = \text{РВД} - \text{ОР}.$$

На пятом этапе рассчитывают коэффициент капитализации, применяя несколько методов:

- кумулятивного построения;
- вычисления данного коэффициента с учетом возмещения капитальных затрат;
- связанных инвестиций, или технику инвестиционных групп;
- прямой капитализации.

Указанные методы рассматривали в прошлом семестре.

На последнем (шестом) этапе стоимость недвижимого имущества определяют путем деления величины прогнозируемого *ЧОД* на коэффициент капитализации:

$$C_{он} = \frac{\text{ЧОД}}{K},$$

где $C_{он}$ – стоимость объекта недвижимости;
 K – коэффициент капитализации, доли единицы.

Метод дисконтированных денежных потоков (DCF) используют для вычисления текущей стоимости тех будущих доходов, которые принесут обладание объектом недвижимости и возможность его реализации.

Определение обоснованной рыночной стоимости с применением метода DCF можно подразделить на несколько этапов:

1. Составляют прогноз потока будущих доходов (*FV*) в период владения объектом недвижимости. В этих целях используют формулу

$$FV = PV \cdot (1 + r)^t,$$

где FV – будущая стоимость денежного потока от объекта недвижимости;

PV – настоящая стоимость денежного потока от объекта недвижимости;

r – ставка дисконтирования (доли единицы);

t – расчетный период (годы).

2. Рассчитывают стоимость оцениваемого объекта недвижимости на конец периода владения, т. е. стоимость предполагаемой перепродажи (реверсии), даже если на практике продажу не предполагают.

3. Устанавливают дисконтную ставку для оцениваемого объекта с учетом реального рынка.

4. Производят приведение будущей стоимости доходов в период владения и прогнозируемой стоимости реверсии к текущей стоимости PV . Следовательно, стоимость объекта недвижимости вычисляют по формуле

*Стоимость объекта недвижимости = Текущая стоимость
периодического потока доходов + Текущая стоимость реверсии.*

11.4. Рыночный подход к оценке недвижимости

Рыночный подход при оценке недвижимости представлен:

- методом сравнения продаж;
- методом валового рентного мультипликатора.

Метод сравнения продаж основан на изучении и анализе информации о продаже аналогичных объектов недвижимости за последние 3–6 месяцев. Базовым принципом метода сравнительных продаж является принцип замещения. Он заключается в том, что при наличии на рынке нескольких объектов недвижимости аналогичной полезности инвестор не заплатит за приобретаемый объект большей цены.

Под полезностью подразумевают систему характеристик объекта, определяющих назначение, возможность и способы его использования, а также размеры и сроки получения дохода. Данный метод является предпочтительным лишь при наличии достаточного объема достоверной информации по недавно совершенным сделкам. Эта ин-

формация включает сведения о ценах сделок, продавцах и покупателях. Необходимо установить следующее: действовал ли покупатель либо продавец в условиях финансового давления; являлись ли обе стороны сделки независимыми; располагали ли они типичной для данного рынка информацией; было ли финансирование типичным для рынка недвижимости.

Метод сравнения продаж включает два основных этапа:

- выбор объектов недвижимости – аналогов (не менее 3–5 сопоставимых продаж);
- оценку поправок по элементам и расчет скорректированной стоимости.

Оценка поправок по элементам и расчет скорректированной стоимости осуществляются по двум компонентам:

- единицам сравнения;
- элементам сравнения.

Используют следующие единицы сравнения:

- цена за 1 м² – в деловых центрах городов и для офисов;
- цена за 1 лот – идентичные по форме и размеру участки в районах жилой и дачной застройки;
- цена за 1 ед. плотности – коэффициент отношения площади застройки к площади земельного участка;
- цена за 1 га – для больших массивов земель сельскохозяйственного назначения, промышленного и жилищного строительства и др.

Элементами сравнения для объектов недвижимости являются:

- предоставляемые имущественные права;
- условия финансирования сделки (например, продавцом недвижимости);
- условия продаж (знание цен на рынке недвижимости);
- месторасположение объекта недвижимости и его физические характеристики.

Расчет скорректированной стоимости объекта недвижимости осуществляют с учетом поправок. Поправками называют корректировки, вносимые в цену продаж объекта-аналога в процессе приведения его цены к характеристикам оцениваемого объекта. Объектом корректировки выступает цена продажи сопоставимого объекта недвижимости. Исходя из отношения к цене объекта сравнения поправки классифицируют на процентные и денежные (относительные и абсолютные).

Стоимость оцениваемого объекта с учетом поправки на проведенный ремонт определяют по формуле

$$Ц_{он} = \frac{Ц_{ан}}{S_{ан}} \cdot \Phi \cdot S ,$$

где $Ц_{он}$ – стоимость оцениваемого объекта;

$Ц_{ан}$ – цена продажи объекта-аналога;

Φ – поправка на проведенный ремонт;

$S_{ан}$ – площадь аналога;

S – площадь оцениваемого объекта.

Метод валового рентного мультипликатора также представляет рыночный подход.

Валовой рентный мультипликатор – это отношение продажной цены к потенциальному или действительному валовому доходу.

Данный метод предполагает три этапа:

1. Оценивается рыночный рентный доход, генерируемый объектом недвижимости.

2. Определяется отношение валового дохода к продажной цене исходя из недавних рыночных сделок.

3. Устанавливается вероятная стоимость оцениваемого объекта путем умножения рыночного рентного дохода от оцениваемого объекта на валовой рентный мультипликатор:

$$Ц_{он} = РД \cdot М_{вр},$$

где $Ц_{он}$ – стоимость оцениваемого объекта;

$РД$ – рентный доход оцениваемого объекта;

$М_{вр}$ – валовой рентный мультипликатор.

Рентный доход оцениваемого объекта определяется по формуле

$$РД = \frac{Ц_{ан}}{ПВД_{ан}} ,$$

где $Ц_{ан}$ – цена продажи аналога;

$ПВД_{ан}$ – потенциальный валовой доход аналога.

Валовой рентный мультипликатор не корректируют на различия, которые наблюдаются между оцениваемым и сопоставимым объектами недвижимости, так как в основу расчета валового рентного дохода положены фактические арендные платежи и продажные цены, в которых учтены указанные различия.

11.5. Доходный, рыночный и затратный подходы к оценке рыночной стоимости машин и оборудования

Наряду с определением рыночной стоимости объектов недвижимости устанавливают стоимость машин и оборудования, входящих в имущественный комплекс предприятия.

Машины и оборудование характеризуют следующие признаки:

- не связаны жестко с землей;
- обладают свойством перемещения в другие места без нанесения невосполнимого ущерба зданиям и сооружениям, где их вновь устанавливают;
- могут быть как функционально самостоятельными, так и формировать технологические комплексы.

Исходя из целей оценки ее объектом могут выступать:

- одна отдельно взятая машина или оборудование (для страхования, купли-продажи, сдачи в аренду);
- множество условно независимых друг от друга единиц техники (переоценка машин и оборудования);
- производственно-технологические системы – комплекс технических средств.

В первом случае оценку осуществляют «россыпью»; во втором – «поток»; в третьем случае – это «системная оценка». Оценка машин и оборудования также осуществляют с помощью трех подходов: доходного, рыночного и затратного.

Для реализации доходного подхода целесообразно определить ожидаемый доход от оцениваемого объекта. Расчет осуществляют в несколько этапов:

- вычисляют операционный доход от использования производственной системы (предприятия, цеха, участка);
- методом остатка устанавливают ту часть дохода, которую можно отнести к машинному парку системы;
- с помощью метода капитализации или метода дисконтирования вычисляют стоимость всего машинного парка.

Рыночный подход к оценке стоимости машин и оборудования выражен, прежде всего, методом прямого сравнения. Объект-аналог должен иметь то же функциональное назначение, а также конструктивно-технологическое средство, что и оцениваемый.

Расчет методом прямого сравнения продаж производят в два этапа:

- поиск объекта-аналога;
- внесение корректировок в цену аналога.

Используют два вида корректировок:

- абсолютные, вносимые прибавлением или вычитанием суммы поправки;
- коэффициентные, вносимые посредством умножения абсолютной величины стоимости на соответствующий коэффициент.

Таким образом, стоимость машины или единицы оборудования устанавливают по формуле

$$C_{мо} = C_{ан} \cdot K_1 \cdot K_2 \cdot K_3 \cdot K_n + C_{доп},$$

где $C_{мо}$ – стоимость машины или единицы оборудования;

$C_{ан}$ – стоимость объекта-аналога;

K_1, K_2, K_3, K_n – корректирующие коэффициенты, учитывающие отличия в значениях параметров оцениваемых объектов и аналогов;

$C_{доп}$ – стоимость дополнительных устройств, наличием которых отличается сравниваемый объект.

При использовании метода прямого сравнения продаж в первую очередь вносят коэффициентные корректировки, а затем абсолютные поправки.

Затратный подход при оценке стоимости машин и оборудования базируется на принципе замещения. Для вычисления стоимости восстановления или замещения, которая является базой для расчетов в затратном подходе, требуется определить затраты (издержки), связанные с созданием, приобретением и установкой оцениваемых машин и оборудования.

Под стоимостью восстановления оцениваемых технических средств подразумевают стоимость воспроизводства их точного аналога в текущих ценах на дату оценки либо стоимость приобретения нового объекта, полностью идентичного данному, также в текущих ценах.

Остаточную стоимость выражают восстановительной стоимостью объекта за вычетом начисленного износа.

Под стоимостью замещения оцениваемых машин и оборудования понимают номинальную стоимость приобретения аналогичных новых объектов, максимально похожих на оцениваемые в текущих ценах.

Остаточную стоимость замещения устанавливают как стоимость замещаемого объекта за вычетом износа. Следовательно, в первом варианте речь идет об идентичных объектах, а во втором – об аналогичных.

Для выявления того, какие объекты относятся к идентичным, а какие – к аналогичным, целесообразно дать характеристику потребительских свойств машин и оборудования и их параметров:

- функциональные показатели (производительность, мощность, грузоподъемность и др.);
- эксплуатационные показатели (долговечность, безопасность, сохраняемость и др.);
- конструктивные показатели (масса, вес, состав важнейших конструктивных материалов);
- показатели экономичности эксплуатации (затраты ресурсов на единицу мощности, времени эксплуатации и др.);
- эстетические показатели.

Для вычисления остаточной стоимости машин и оборудования из восстановительной стоимости исключают суммарный износ: физический, функциональный и внешний.

Физический износ измеряют с помощью:

- метода срока жизни;
- метода укрупненной оценки технического состояния объекта.

Метод укрупненной оценки технического состояния реализуют с помощью специальных оценочных шкал.

Функциональный износ выражает потерю стоимости объекта, вызванную внедрением более дешевых технических средств либо выпуском более экономичных и производительных аналогов. Его устанавливают экспертным путем.

Внешний износ определяют методом связанных пар продаж. Сравнивают два сопоставимых объекта, один из которых имеет признаки внешнего износа, а другой – нет. Разница в ценах продаж выражает внешний (экономический) износ.

11.6. Особенности оценки нематериальных активов

К нематериальным активам, используемым в хозяйственной деятельности в течение периода, превышающего 12 месяцев, и приносящим предприятию доход, относят права, возникающие:

- от авторских и иных договоров на проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, на программы для ЭВМ, базы данных;
- из патентов на изобретения, промышленные образцы, из свидетельств на полезные модели, на товарные знаки и знаки обслуживания или лицензионных договоров на их обслуживание;
- из прав на ноу-хау;

- из организационных расходов (расходов, связанных с образованием юридического лица), признанных в соответствии с учредительными документами частью вклада участников в уставный (складочный) капитал организации;

- из деловой репутации фирмы и др.

Стоимость нематериальных активов погашают путем начисления амортизации в течение установленного срока их полезного использования.

В практической деятельности предприятий необходимость оценки нематериальных активов возникает в случаях:

- купли-продажи прав на объекты интеллектуальной собственности;
- добровольной продажи патентов на объекты интеллектуальной собственности;
- принудительного лицензирования и определения ущерба в результате нарушения прав интеллектуальной собственности;
- внесения вкладов в уставный капитал других организаций;
- акционирования, слияния и поглощения;
- оценки данных активов при внесении изменений в бухгалтерскую отчетность.

К особенностям оценки интеллектуальной собственности можно отнести зависимость ее стоимости от следующего:

- объема передаваемых прав;
- возможности неожиданного использования;
- уровня готовности к коммерческому применению.

Оценку нематериальных активов осуществляют в следующей последовательности:

- экспертиза объектов интеллектуальной собственности;
- экспертиза охранных документов (патентов и свидетельств);
- экспертиза прав на интеллектуальную собственность.

При определении рыночной стоимости интеллектуальной собственности следует руководствоваться следующими принципами:

- полезности (рыночную стоимость имеют такие объекты, которые способны удовлетворять конкретные потребности при их использовании в течение определенного периода времени);

- спроса и предложения (рыночная стоимость объекта интеллектуальной собственности зависит от спроса и предложения на рынке и характера конкуренции продавцов и покупателей);

- замещения (рыночная стоимость объекта не может превышать наиболее вероятные затраты на приобретение объекта эквивалентной полезности);

- ожидания (рыночная стоимость объекта интеллектуальной собственности зависит от ожидаемой величины, продолжительности и вероятности получения доходов (выгод) за определенный период времени при наиболее эффективном его использовании);
- изменения (рыночная стоимость объекта интеллектуальной собственности изменяется во времени и определяется на конкретную дату);
- внешнего влияния (рыночная стоимость объекта зависит от внешних факторов: рыночной инфраструктуры, международного и национального законодательства, политики государства в области интеллектуальной собственности, возможности и степени правовой защиты и др.);
- наиболее эффективного использования (рыночная стоимость интеллектуальной собственности определяется исходя из способа использования интеллектуальной собственности, являющегося экономически оправданным, соответствующим требованиям законодательства, финансово осуществимым, в результате которого расчетная величина стоимости интеллектуальной собственности будет максимальной, а наиболее эффективное использование интеллектуальной собственности может не совпадать с ее текущим использованием).

11.7. Доходный, рыночный и затратный подходы к оценке рыночной стоимости нематериальных активов

В процессе оценки рыночной стоимости нематериальных активов могут использоваться три подхода: доходный, рыночный и затратный и их разновидности.

Доходный подход предполагает использование следующих методов:

- избыточных прибылей;
- дисконтирования денежных потоков;
- освобождения от роялти;
- преимущества в прибылях.

Указанные методы достаточно подробно рассмотрены в предыдущих лекциях по оценке предприятия. Раскроем только метод освобождения от роялти.

Данный метод используют при оценке патентов и лицензий. Владелец патента представляет другому лицу право на использование объекта интеллектуальной собственности за определенное вознаграждение (роялти). Роялти выражают в процентах от общей выручки от продажи товаров, произведенных с применением патентованного средства. Исходя из данного метода, стоимость интеллектуальной собственности представляет собой величину будущих платежей по

роялти в течение экономического срока службы патента или лицензии. Размер роялти устанавливают на основании анализа рынка. Данный метод имеет признаки как доходного, так и рыночного подходов.

Рыночный подход основан на принципе эффективности функционирующего рынка, на котором инвесторы приобретают и продают активы аналогичного типа. Данные по идентичным сделкам сравнивают с оцениваемыми.

Преимущества и недостатки оцениваемых активов по сравнению с выбранными аналогами учитывают путем применения соответствующих поправок.

Затратный подход базируется на применении следующих методов:

- стоимости создания;
- выигрыша в себестоимости.

При оценке стоимости нематериальных активов иногда применяют метод выигрыша в себестоимости. Стоимость нематериального актива измеряют через определение экономии на расходах в результате применения ноу-хау.

Так же есть особенности оценки нематериальных активов с использованием имущественного подхода. Это связано с тем, что оценка стоимости этой части активов предприятия (бизнеса) не может быть произведена непосредственно и предполагает, в свою очередь, использование специфических методов. Большая часть компонентов интеллектуального капитала не имеет самостоятельной (обособленной) стоимости (как, например, здание или автомобиль). У них есть только ценность в рамках определенного предприятия, которая заключается в способности наращивать его стоимость, т. е. стоимость бизнеса.

При нулевой величине результата оценки одной из составляющих частей интеллектуального капитала обнуляется стоимость всего интеллектуального капитала предприятия (бизнеса). Например, без клиентуры и соответствующей организационной структуры бизнеса знания специалиста ничего не стоят; в то же время при подписании специалистом трудового контракта с фирмой эти знания обретают цену. Причем эта цена будет разной в условиях разных предприятий.

Оценка стоимости нематериальных компонентов предприятия (интеллектуального капитала бизнеса) строится на том предположении, что в интересах оценки достаточно определить рыночную стоимость всей совокупности неидентифицируемых нематериальных активов предприятия, которая в терминологии называется «гудвиллом».

В оценочной практике считается, что гудвилл присутствует только при наличии избыточной прибыли и не может быть отделен от действующего предприятия (т. е. не может быть продан отдельно от него). Гудвилл возникает, когда компания получает стабильные, высокие прибыли, ее доходы на активы (или на собственный капитал) выше среднего, в результате чего стоимость бизнеса превосходит стоимость его чистых активов.

Имущественный подход в его чистом виде не позволяет учитывать стоимость репутации фирмы (гудвилла). Для этого используется комбинация традиционных методов затратного и доходного подходов, выражающаяся, в частности, в специальном методе избыточных прибылей.

Оценка рыночной стоимости совокупности нематериальных активов предприятия (гудвилла) состоит в том, чтобы выявить ту часть регулярно получаемых организацией прибылей («избыточные прибыли»), которая не может быть объяснена наличием у нее оцененных по их рыночной стоимости материальных активов. Необходимо капитализировать эти активы, оценить таким образом капитал, воплощенный в нематериальных активах, и поток доходов от нематериальных активов в виде части прибыли предприятия.

Метод избыточных прибылей основан на том, что избыточную прибыль приносят не отраженные в балансе нематериальные компоненты бизнеса, обеспечивающие доходность на активы и на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня.

При оценке гудвилла потенциальные инвесторы рассчитывают ожидаемую будущую прибыль в течение срока, как правило, не превышающего 5 лет. При таких условиях ставка капитализации определяется как величина, обратная количеству лет, приносящих избыточную прибыль (5 лет).

Метод избыточных прибылей имеет следующие недостатки, ограничивающие его практическое применение:

- игнорируются структура и качество элементов интеллектуального капитала, являющихся факторами создания стоимости бизнеса, т. е. предполагается, что все предприятия обладают интеллектуальным капиталом одинакового (среднего) качества;
- не учитываются перспективы изменения структуры интеллектуального капитала бизнеса (предполагается, что интеллектуальный капитал статичен);
- метод практически не работает для отраслей, где прибыль основана на интеллектуальном капитале (например, аудит, разработка программного обеспечения), т. е. в том случае, когда доля материальных активов мала.

11.8. Экономическая оценка земельных участков, входящих в состав имущества предприятия

Неотъемлемым элементом любого объекта недвижимости, его природным базисом выступает земельный участок. Земля в первую очередь имеет право на доход, приносимый всем объектом недвижимости, поскольку стоимость зданий и сооружений на земельном участке носит вторичный характер и выступает как дополнительный вклад в стоимость земельного участка. Кроме того, выгоды от использования земельного участка реализуются на протяжении неограниченного времени, в то время как все улучшения имеют определенный срок службы.

В современных условиях земля является одним из наиболее сложных объектов экономической оценки в составе недвижимости, что обусловлено следующими причинами:

- спецификой данного объекта;
- неразработанностью нормативно-правовой базы;
- неразвитостью земельного рынка в стране.

Специфика земли как объекта оценки, ее отличия от других видов недвижимости обусловлены следующими ее особенностями:

1. Земля является природным ресурсом, который невозможно свободно воспроизвести в отличие от других объектов недвижимости.

2. При оценке всегда необходимо учитывать возможность многоцелевого использования земли:

- Как основного средства производства. Сельскохозяйственные и лесные земли выступают средством производства сырьевых ресурсов, необходимых практически для всех отраслей экономики, а также продуктов питания.
- Как пространства для социально-экономического развития. Земля является пространственным базисом для размещения различных объектов недвижимости.

3. Земельный фонд выступает основой формирования среды проживания населения страны и обеспечивает экологическую безопасность, особенно земли лесного и водного фондов. Поэтому во всех странах государство регулирует использование земли одновременно как природного и хозяйственного объектов.

4. В отличие от других объектов недвижимости к стоимости земельных участков не применяются понятия физического и функционального износа, а также амортизации, поскольку срок эксплуатации земельных участков не ограничен. Поэтому стоимость земли, в отличие от стоимости зданий, сооружений и других улучшений, со временем, как правило, увеличивается.

5. Использованием и охраной земли как основы жизни и деятельности народов, проживающих на соответствующих территориях.

Таким образом, экономически обоснованная стоимостная оценка земель является сложной процедурой, так как должна учитывать возможность их одновременного использования как природного ресурса, основы среды проживания населения и объекта недвижимости.

Оценка земли подразделяется на массовую кадастровую оценку земельных участков и рыночную оценку единичного земельного участка.

Целью кадастровой оценки является одновременное определение кадастровой стоимости всех земельных участков в границах административно-территориальных образований (областей, районов, городов, поселков и т. п.) по оценочным зонам на начало следующего года.

Целью рыночной оценки является определение рыночной стоимости единичного земельного участка на дату оценки независимыми оценщиками в соответствии с принятыми стандартами и методами оценки.

Кадастровая и рыночная оценки земли проводятся на основе комплексного применения трех подходов: доходного, сравнительного и затратного (техника остатка для земли).

В странах с развитой рыночной экономикой при оценке земли, по возможности, применяют все три подхода. Итоговая величина оценочной стоимости земельного участка выводится исходя из результатов, полученных различными подходами. При сравнении этих результатов предпочтение целесообразно отдавать оценкам, базирующимся на основе более полной и достоверной информации. Существенные расхождения стоимости земли, рассчитанной по разным подходам, указывают либо на ошибки в оценках, либо на несбалансированность земельного рынка.

Доходный подход к оценке земельных участков – это методы, позволяющие получить оценку стоимости земли исходя из ожидаемых потенциальным покупателем доходов. Данный подход применим только к земельным участкам, приносящим доход. В основе доходного подхода лежат три принципа: принцип ожидания, принцип спроса и предложения и принцип замещения. Типичный инвестор или предприниматель приобретает земельный участок в ожидании получения будущих денежных доходов или других выгод. При этом стоимость земельного участка может быть определена исходя из доходности земли, т. е. способности приносить доход в будущем на протяжении всего срока эксплуатации.

Таким образом, рыночная стоимость земельного участка представляет собой сумму приведенных к дате оценки ожидаемых буду-

щих рентных доходов или других выгод. Потоки доходов за период владения землей, а также выручка от последующей перепродажи земельного участка капитализируются в текущую стоимость.

Метод сравнения продаж широко используется в странах с развитым земельным рынком, особенно для оценки свободных земельных участков и участков с индивидуальной жилой застройкой. Метод основывается на систематизации и сопоставлении информации о ценах продажи аналогичных земельных участков, т. е. на принципе замещения. Метод сравнения продаж предполагает, что рациональный покупатель за выставленный на продажу земельный участок заплатит не большую сумму, чем та, за которую можно приобрести аналогичный по площади и местоположению участок земли. Поэтому цены, недавно уплаченные за сопоставимые объекты, отражают рыночную стоимость оцениваемого участка земли.

Затратный подход к оценке рыночной стоимости земельного участка исходит из того, что инвестор, проявляя должное благоразумие, не заплатит за участок большую сумму, чем та, в которую обойдется приобретение соответствующего участка и возведение на нем аналогичного по назначению и полезности здания в приемлемый для строительства период.

Тема 12. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ТОВАРНО-МАТЕРИАЛЬНЫХ ЗАПАСОВ

План

12.1. Общая характеристика товарно-материальных запасов.

12.2. Классификация товарно-материальных запасов, стимулы к созданию запасов.

12.3. Основные задачи оценки и особенности учета товарно-материальных запасов.

12.4. Особенности оценки некоторых видов товарно-материальных запасов.

12.1. Общая характеристика товарно-материальных запасов

Товарно-материальные запасы считаются фактором, обеспечивающим безопасность системы материально-технического снабжения, ее гибкое функционирование.

Существует три вида товарно-материальных запасов:

1. Сырьевые материалы (в том числе комплектующие изделия и топливо).

2. Товары, находящиеся на стадии изготовления.

3. Готовая продукция.

Товарно-материальными запасами являются материальные ценности, ожидающие производственного или личного потребления в виде сырья, материалов, комплектующих, товаров, находящихся на стадии изготовления, и готовой продукции. Отсюда следует:

- единственная функция запаса – обеспечение потребности;
- определяющим для размера товарно-материального запаса является характер потребления запаса продукта данного вида;
- вид запаса зависит от потребности, которую удовлетворяет запас.

Все запасы определены как совокупные. Они включают в себя сырье, материалы (основные и вспомогательные), полуфабрикаты, детали, готовые изделия, а также запасные части для ремонта средств производства. Основная часть совокупных запасов производства представляет собой предметы производства, входящие в материальный поток на различных стадиях его технологической переработки.

Совокупные запасы производства подразделяются на два вида: производственные и товарные (таблица 2).

Таблица 2 – Виды запасов по местонахождению и выполняемой функции

Производственные запасы	Товарные запасы
Запасы на предприятии-потребителе	Запасы готовой продукции на складе предприятия-изготовителя
	Запасы в каналах сферы обращения
	Запасы в пути
	Запасы на предприятиях торговли

Производственные запасы формируются на предприятиях-потребителях.

Товарные запасы находятся у предприятий-изготовителей на складах готовой продукции, а также в каналах сферы обращения.

Запасы в пути (или транспортные запасы) находятся на момент учета в процессе транспортировки от поставщиков к потребителям.

Каждое отдельное предприятие является, с одной стороны, поставщиком, а с другой – потребителем. Следовательно, производственные и товарные запасы всегда имеются на предприятии.

Производственные запасы предназначены для производственного потребления. Они должны обеспечивать бесперебойность производственного процесса. Производственные запасы учитываются в натуральных, условно-натуральных и стоимостных измерителях. К ним относятся предметы труда, еще не использованные и не подвергнутые переработке.

Товарные запасы необходимы для бесперебойного обеспечения потребителей материальными ресурсами.

Производственные и товарные запасы подразделяются на текущие, подготовительные, гарантийные, сезонные и переходящие.

Текущие запасы обеспечивают непрерывность снабжения производственного процесса между двумя поставками, а также организаций торговли и потребителей. Текущие запасы составляют основную часть производственных и товарных запасов. Их величина постоянно меняется.

Подготовительные запасы (или запасы буферные) выделяются из производственных запасов при необходимости дополнительной их подготовки перед использованием в производстве. Подготовительные запасы товарных средств производства формируются также в случае необходимости подготовить материальные ресурсы к отпуску потребителям.

Гарантийные запасы (или запасы страховые) предназначены для непрерывного снабжения потребителя в случае непредвиденных обстоятельств (отклонения в периодичности и величине партий поставок от запланированных, изменения интенсивности потребления, задержки поставок в пути). В отличие от текущих запасов размер гарантийных запасов – величина постоянная. При нормальных условиях работы эти запасы неприкосновенны.

Сезонные запасы образуются при сезонном характере производства продуктов, их потребления или транспортировки. Сезонные запасы должны обеспечить нормальную работу предприятия во время сезонного перерыва в производстве, потреблении или в транспортировке продукции.

Переходящие запасы – это остатки материальных ресурсов на конец отчетного периода. Они предназначаются для обеспечения непрерывности производства и потребления в отчетном и следующем за отчетным периоде до очередной поставки. Классификация по времени характеризует различные количественные уровни запасов.

Максимальный желательный запас определяет уровень запаса, экономически целесообразный в данной системе управления запасами. Этот уровень может превышать. В различных системах управ-

ления максимальный желательный запас используется как ориентир при расчете объема заказа.

Пороговый уровень запаса используется для определения момента времени выдачи очередного заказа.

Текущий запас соответствует уровню запаса в любой момент учета. Он может совпасть с максимальным желательным запасом, пороговым уровнем или гарантийным запасом.

Гарантийный запас (или запас страховой) аналогичен гарантийному запасу в классификации по исполняемой функции и предназначен для непрерывного снабжения потребителя в случае непредвиденных обстоятельств.

Выделяют неликвидные запасы – длительно неиспользуемые производственные и товарные запасы. Они образуются вследствие ухудшения качества товаров во время хранения, а также морального износа.

12.2. Классификация товарно-материальных запасов, стимулы к созданию запасов

В зависимости от целевого назначения запасы подразделяются на следующие категории:

- технологические (переходные) запасы, движущиеся из одной части логистической системы в другую;
- текущие (циклические) запасы, создаваемые в течение средне-статистического производственного периода, или запасы объемом в одну партию товаров;
- резервные (страховые, или «буферные»; иногда их называют «запасами для компенсации случайных колебаний спроса» (к этой категории запасов относятся также запасы, создаваемые на случай ожидаемых изменений спроса или предложения на ту или иную продукцию, например, в связи с трудовыми конфликтами, поднятием цен или отложенным спросом).

Таким образом, существует много причин для создания товарно-материальных запасов на предприятии, однако главной является стремление субъектов производственной деятельности к экономической безопасности. При этом стоимость создания запасов и неопределенность условий сбыта объективно противоречат требованию повышения эффективности производства.

Одним из стимулов к созданию запасов является стоимость их отрицательного уровня (дефицита). При наличии дефицита запасов существует три вида возможных издержек, перечисленных ниже в порядке увеличения их отрицательного влияния:

- издержки в связи с невыполнением заказа (задержкой с отправкой заказанного товара), т. е. дополнительные затраты на продвижение и отправку товаров того заказа, который нельзя выполнить за счет имеющихся товарно-материальных запасов;

- издержки в связи с потерей сбыта в случаях, когда постоянный заказчик обращается за данной покупкой в какую-то другую фирму (такие издержки измеряются в показателях выручки, потерянной из-за неосуществления торговой сделки);

- издержки в связи с потерей заказчика в случаях, когда отсутствие запасов оборачивается не только потерей той или иной торговой сделки, но и тем, что заказчик начинает искать другие источники снабжения (такие издержки измеряются в показателях общей выручки, которую можно было бы получить от реализации всех потенциальных сделок заказчика).

Стоимость дефицита запасов больше, чем цена упущенных торговых сделок или нереализованных заказов. В нее входят и потери времени на изготовление продукции, и потери рабочего времени, и потери времени из-за дорогостоящих перерывов в производстве при переходах между сложными технологическими процессами.

В любой момент времени в системе материально-технического снабжения обычно имеются определенные запасы, движущиеся из одной части этой системы в другую. В тех случаях материально-технического снабжения, когда перемещение запасов с одного уровня на другой занимает много времени, объем переходных запасов будет велик. При длительных сроках реализации заказов (например, при больших промежутках времени между изготовлением товара и его прибытием в готовом виде на склад) общее количество технологических запасов окажется сравнительно большим. Точно также при больших временных интервалах между моментом выхода товара со склада и моментом его получения заказчиком будет накапливаться значительное количество переходных запасов.

Пример. При среднем уровне спроса на данный товар, равном 200 изделий в неделю, и сроке его поставки заказчику, равном двум неделям, общий объем переходных запасов этого товара составит в среднем 400 изделий.

Для вычисления (оценки) среднего количества технологических или переходных товарно-материальных запасов в данной системе материально-технического обеспечения в целом используется следующая формула:

$$J = N \cdot T,$$

где J – общий объем технологических или переходных (находящихся в процессе транспортировки) товарно-материальных запасов;

N – средняя норма продаж этих запасов на тот или иной период времени;

T – среднее время транспортировки.

В большинстве случаев товары заказываются в количествах, избыточных по отношению к необходимым на данный момент времени объемам, по следующим причинам:

- задержка с получением заказанных товаров в полном объеме, что вынуждает заказчиков (в особенности посредников) хранить какое-то время те или иные товары на складе;

- скидки, предоставляемые заказчиком при продаже им товаров крупными партиями;

- налогообложение торговых сделок с минимальным размером партий, делающее невыгодной отправку заказчику товаров в количествах меньше установленного размера.

При этом существуют определенные ограничения на размер товарно-материальных запасов. Ограничителем выступают издержки их хранения. Возникает необходимость достижения баланса между преимуществами и недостатками процессов заказа и хранения товаров.

Этот баланс достигается выбором оптимального объема партий заказанных товаров, или определением экономического (оптимального) размера заказа (economic order quantity, EOQ), который вычисляется по формуле

$$EOQ = \frac{2CD}{VP},$$

где C – затраты на производство;

D – средний уровень спроса;

V – удельные затраты на производство;

P – затраты на хранение.

Резервные, или «буферные», товарно-материальные запасы служат своего рода «аварийным» источником снабжения в тех случаях, когда спрос на данный товар превышает ожидания.

На практике спрос на товары удастся точно спрогнозировать чрезвычайно редко. Это же относится и к точности предсказания сроков реализации заказов, чем вызвана необходимость в создании резервных товарно-материальных запасов.

В определенной степени услуги, предлагаемые той или иной компанией, представляют собой функцию ее резервных запасов, и наоборот, резервные запасы компании являются функцией ее услуг. Компания будет пытаться минимизировать уровень своих резервных запасов в соответствии с декларированной ею стратегией обслуживания заказчиков. И здесь опять возникает необходимость компромисса между издержками хранения резервных запасов, предназначенных для приспособления к неожиданным колебаниям спроса, и выгодами, получаемыми компанией при поддержании такого уровня обслуживания своих клиентов.

Следовательно, определение точного уровня необходимых резервных запасов зависит от трех факторов, а именно:

- возможного колебания сроков восстановления уровня запасов;
- колебания спроса на соответствующие товары на протяжении срока реализации заказа;
- осуществляемой данной компанией стратегии обслуживания заказчиков.

Определить точный уровень резервных запасов, необходимых в условиях нестабильности сроков реализации заказов и изменчивого спроса на товары и материалы, нелегко. Для нахождения удовлетворительных решений проблем, связанных с резервными товарно-материальными запасами, необходимо соответствующее моделирование или имитация.

Поскольку на фирмах различных отраслей экономики создание товарно-материальных запасов определяется той специфической ролью, которую они играют в процессе выпуска продукции, объяснимы и различия в подходах к политике капиталовложений в данной области и к определению приоритетности задач, решаемых в ходе производства. На фирмах некоторых отраслей народного хозяйства основной задачей является контроль за сырьем, на предприятиях других — контроль за готовой продукцией, а на предприятиях отраслей, производящих инвестиционные товары, большая часть организационных усилий концентрируется на контроле за незавершенным производством.

Многие из фирм, функционирующих в различных отраслях экономики, успешно осуществляют инвестиции в товарно-материальные запасы. В то же время на большом количестве фирм бытует мнение, что управление запасами является сферой ответственности низшего уровня руководства, т. е. задачей технического порядка. Вместе с тем, американские специалисты пришли к выводу, что если бы типичная, не преуспевающая фирма делала то же самое, что и преуспе-

вающая, то ей бы удалось добиться ускорения оборачиваемости товарных запасов в два раза, т. е. при одном и том же товарообороте она смогла бы сократить запасы на 50%.

Коэффициенты оборачиваемости капитала характеризуются изменчивостью и существенно отличаются не только у преуспевающих и убыточных компаний, но и у фирм различного типа. Последнее объясняется спецификой структуры издержек в отраслях народного хозяйства, сезонными колебаниями сбыта, правилами конкурентной борьбы, принятыми в той или иной отрасли экономики, уровнем рентабельности, стилем руководства предприятиями и характером деловых операций. Таким образом, перечисленные обстоятельства следует отнести к весьма важным факторам, оказывающим серьезное влияние на эффективность политики любой фирмы в области создания и реализации запасов.

12.3. Основные задачи оценки и особенности учета товарно-материальных запасов

Целью оценки товарно-материальных запасов является формирование мнения о достоверности показателей финансовой отчетности и о соответствии применяемой в организации методики учета и налогообложения операций с товарно-материальными запасами действующим в республике нормативным документам.

Задачами оценки товарно-материальных запасов являются:

- проведение инвентаризации товарно-материальных запасов и отражения в учете выявленных отклонений между фактически установленным наличием товарно-материальных запасов и данными бухгалтерского учета;
- проверка реальности оценки товарно-материальных запасов;
- установление полноты и своевременности оприходования и обоснованности списания товарно-материальных запасов.

Информационная база аудита товарно-материальных запасов включает следующее: учетную политику предприятия; бухгалтерский баланс; Главную книгу; журнал-ордер № 11 и ведомость по учету движения товарно-материальных запасов (при ручном ведении учета) или машинограммы (при компьютеризации); накопительную ведомость учета расходов по закупке товаров; приказы руководителя аудируемого субъекта на назначение инвентаризационной комиссии и материально ответственных лиц (заведующих складами, продавцов и т. д.); договор о полной индивидуальной материальной ответствен-

ности; инвентаризационную опись; инвентаризационную опись-акт на переоценку товаров.

Также используют сличительные ведомости (при ведении натурально-стоимостного аналитического учета); акт выведения результатов инвентаризации (при ведении стоимостного аналитического учета); счет-фактуру; железнодорожную накладную; товарно-транспортную накладную; коносамент; авианакладную; накладную на внутреннее перемещение; приходную накладную; расходную накладную; сертификат соответствия; таможенную декларацию; страховой полис; коммерческий акт; акт на установленное расхождение в количестве и качестве; акт на бой, лом и порчу товаров; акт на завес тары; приемный акт; квитанцию от приходного кассового ордера; препроводительную ведомость; объявление на взнос наличными; поручение-обязательство; договор комиссии и консигнации; расчет естественной убыли; расчет начисления резерва.

Оценку операций с товарно-материальными запасами целесообразно проводить в следующей последовательности:

1. Изучить положения учетной политики по направлениям данного участка проверки.

2. Оценить степень надежности системы внутреннего контроля в отношении товарно-материальных запасов. Для этого необходимо провести обследование складского хозяйства и состояния складских помещений; изучить организацию материальной ответственности и отчетности материально ответственных лиц.

3. Проанализировать состав товарно-материальных запасов на отчетную дату.

4. Определить объем выборки и позиции для проведения выборочной инвентаризации.

5. Проанализировать анализ движения товарно-материальных запасов.

6. Проверить правильность оценки товарно-материальных запасов.

7. Проверить состояние организации синтетического и аналитического учета товарно-материальных запасов.

Для правильной организации учета товарно-материальных запасов необходимо уяснить, соблюдается ли порядок их оценки.

Согласно стандарту бухгалтерского учета основой оценки товарно-материальных запасов является их фактическая себестоимость. Фактическая себестоимость товарно-материальных запасов должна включать следующее:

- цену покупки, пошлины на ввоз, комиссионные вознаграждения, уплаченные посредническим, снабженческим организациям, транспортно-заготовительные и прочие расходы, невозмещаемые налоги и сборы;

- стоимость используемых в процессе производства природных ресурсов, сырья, материалов, топлива, энергии, трудовых ресурсов, износа основных средств, амортизации нематериальных активов, а также других затрат, прямо связанных с единицами производства продукции (работ, услуг), обусловленных технологией и организацией производства;

- стоимость материальных затрат.

Для правильного определения объема реализации товарно-материальных запасов за отчетный период большое значение имеет определение момента их реализации, выбытия или списания.

В момент списания с баланса товарно-материальных запасов должен применяться один из методов оценки себестоимости:

- средневзвешенной стоимости;
- оценки запасов по ценам последних покупок (ФИФО);
- оценки запасов по ценам первых покупок (ЛИФО);
- специфической идентификации.

У каждого из четырех методов есть свои преимущества и недостатки. При выборе метода оценки товарно-материальных запасов должен учитываться тот факт, каким образом данный метод отразится на финансовом отчете, подоходном налоге с юридических лиц и решениях управления. Выбранный метод оценки товарно-материальных запасов должен отражаться в учетной политике субъекта и отвечать принципу последовательности, т. е. последовательно применяться из года в год.

Товарно-материальные запасы учитывают по фактической себестоимости.

Основными задачами подобного учета являются:

- правильное и своевременное документальное оформление операций и получение достоверных данных по заготовлению, поступлению и отпуску запасов;

- контроль за сохранностью запасов в местах их хранения на всех этапах движения;

- своевременное выявление ненужных и излишних запасов с целью их возможной продажи;

- осуществление анализа эффективности использования запасов.

Фактической себестоимостью запасов, приобретенных за плату, признают сумму действительных затрат на приобретение, за исклю-

чением налога на добавленную стоимость, а также иных возмещаемых налогов.

Фактическими затратами на приобретение товарно-материальных запасов могут быть:

- суммы, уплачиваемые в соответствии с договором поставщику (продавцу);
- суммы, уплачиваемые организациям за информационные и консультационные услуги, связанные с приобретением товарно-материальных запасов;
- таможенные пошлины и иные платежи;
- невозмещаемые налоги, уплачиваемые в связи с приобретением единицы запасов;
- вознаграждения, уплачиваемые посредникам;
- затраты по заготовке и доставке товарно-материальных запасов до места их использования, включая расходы по страхованию;
- иные затраты, связанные с приобретением запасов.

Не включают в фактические затраты на приобретение товарно-материальных запасов общехозяйственные и иные накладные расходы, кроме расходов, непосредственно связанных с приобретением данных запасов.

Фактические затраты на приобретение запасов определяют (понижают или повышают) с учетом суммовых разниц, возникающих до принятия их к учету в случаях, когда оплату производят в рублях в сумме, эквивалентной сумме в иностранной валюте. Под суммовой разницей понимают разницу между рублевой оценкой фактически произведенной оплаты, выраженной в иностранной валюте, кредиторской задолженностью по оплате запасов, исчисленной по официальному курсу на дату принятия ее к учету, и рублевой оценкой этой кредиторской задолженности, исчисленной по официальному курсу на дату ее погашения.

Учет и формирование затрат на производство запасов осуществляют в порядке, установленном для вычисления себестоимости соответствующих видов продукции.

12.4. Особенности оценки некоторых видов товарно-материальных запасов

Фактическая себестоимость запасов при их изготовлении самим предприятием устанавливается исходя из фактических затрат, связанных с производством этих запасов.

Фактическая себестоимость запасов, внесенных в счет вклада в уставный (складочный) капитал организации, устанавливается исходя из денежной оценки, согласованной ее учредителями.

Фактическую себестоимость запасов, полученных предприятием по договору дарения или безвозмездно, а также остающихся от выбытия основных средств и другого имущества, определяют исходя из текущей рыночной стоимости на дату оприходования. Под текущей рыночной стоимостью понимают сумму денежных средств, которая может быть получена в результате продажи указанных оборотных активов.

Фактической себестоимостью запасов, полученных по договорам, предусматривающим исполнение обязательств (оплату) неденежными средствами, признают стоимость активов, переданных или подлежащих передаче предприятием.

Стоимость данных активов устанавливают исходя из цены, по которой в сравнимых обстоятельствах предприятие определяет стоимость аналогичных активов.

При невозможности установить стоимость активов, переданных или подлежащих передаче предприятием, стоимость запасов, полученных организацией по договорам, предусматривающим исполнение обязательств (оплату) неденежными средствами, определяют исходя из цены, по которой в сравнимых обстоятельствах приобретают аналогичные запасы.

Фактическая себестоимость запасов, по которой они были приняты к учету, изменению не подлежит. Организации торговли вправе включать в состав издержек обращения затраты по заготовке и доставке товаров до центральных складов (баз), производимые до момента их передачи в продажу. Товары, приобретенные организацией для продажи, оценивают по стоимости их приобретения.

Организациям розничной торговли разрешено производить оценку приобретенных товаров по продажной (розничной) стоимости с отдельным учетом наценок (скидок).

Запасы, не принадлежащие организации, но находящиеся в ее пользовании или распоряжении по условиям договора, принимают к учету в оценке, предусмотренной в договоре.

Оценку запасов, стоимость которых при покупке определена в иностранной валюте, производят в рублях путем пересчета иностранной валюты по курсу Национального банка, действующему на дату принятия этих запасов к учету.

Тема 13. МЕТОДЫ И МОДЕЛИ ОЦЕНКИ ЧЕЛОВЕЧЕСКОГО КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ

План

- 13.1. Методы оценки человеческого капитала предприятия.
- 13.2. Модели оценки и учета человеческого капитала.
- 13.3. Использование модели активов в оценке объектов интеллектуальной собственности (ОИС).
- 13.4. Оценка активов структурного капитала предприятия.
- 13.5. Затратный и доходный подходы к оценке человеческого капитала.
- 13.6. Экспертный и сравнительный подходы к оценке человеческого капитала.

13.1. Методы оценки человеческого капитала предприятия

Распространение понятия «капитал» на трудовые ресурсы предполагает, что последние обладают соответствующими свойствами – профессионально важными качествами, которые для своего появления требуют инвестиций, первоначального накопления и далее в процессе функционирования могут накапливаться, развиваться сами как сознательно формируемая индивидом на основе природных данных совокупность производительных способностей.

Человеческий капитал оценивается:

- количественно (общее количество людей, количество активного населения, количество студентов и т. д.);
- качественно (мастерство, образование, а также то, что влияет на работоспособность человека, способствует увеличению производительности труда).

В современных условиях возникает необходимость оценки не только объема вложений в человеческий капитал, но и объема аккумулируемого индивидом человеческого капитала. Наиболее распространены натуральные (временные) и стоимостные (денежные) методы измерения человеческого капитала.

Затраты, произведенные в целях увеличения в дальнейшем производительности труда и способствующие росту в будущем доходов индивидуума, получили название «инвестиций в человеческий капитал».

Осуществление инвестиций – важный процесс в воспроизводстве человеческого капитала, в котором индивид выступает либо объек-

том, либо субъектом, либо результатом воздействия. При этом большую роль в создании человеческого капитала играют затраты труда и усилий по саморазвитию и самосовершенствованию. Произведенные затраты неизбежно включаются в общественные затраты во всем воспроизводственном процессе. При рассмотрении вопросов инвестирования в человеческий капитал особое внимание уделяется инвестициям в капитал образования.

Очевидно, что сегодня профессиональное образование служит для человека базой постоянного дальнейшего самообразования. Доход, получаемый от применения трудового ресурса, может использоваться для его совершенствования и расширения, т. е. имеет место первоначальное и дальнейшее накопление производительных способностей. С этих позиций применение термина «капитал» в отношении трудовых ресурсов на современной стадии их развития является правомерным.

Применение категории «человеческий капитал» не предполагает, что человек – составная часть капитала. Человек в отличие от вещных элементов капитала обладает уникальными свойствами трудовой активности, творческим и инновационным потенциалом. Считается, что эти качества затруднительно количественно определить в экономических моделях, содержащих одновременно данные о физическом и человеческом капитале, однако именно творческий, инновационный потенциал является наиболее ценным его свойством.

Оценка величины человеческого капитала на микроуровне – это подсчет затрат предприятия по накоплению человеческого капитала, его формированию, восстановлению. К ним можно отнести следующее:

- повышение квалификации уже принятых работников;
- медицинское обследование; оплату больничных листов нетрудоспособности;
- затраты по охране труда; добровольное медицинское страхование работников, оплаченное предприятием;
- оплату медицинских и других социальных услуг за работника;
- благотворительную помощь социальным институтам.

Мотивация менеджмента предприятия заключается в том, что доход, получаемый при этом, будет выше, чем произведенные затраты.

Для оценки человеческого капитала предприятия применяются следующие методы:

- оценка произведенных человеческим капиталом (индивидуумом) доходов;
- количественная оценка запаса знаний, умений, навыков, способностей, приобретенных человеком;

- количественная оценка специальных навыков (специальный человеческий капитал);
- по способу инвестирования в человеческий капитал – капитал здоровья, капитал образования, капитал культуры;
- оценка человеческого капитала на микро- и макроуровнях;
- интегральная оценка человеческого капитала, включающая как натуральные, так и стоимостные показатели оценки человеческого капитала;
- матрица социальных счетов – макроэкономическая оценка человеческого капитала;
- ценовая оценка человеческого капитала по объему инвестиций и отражение суммарной стоимости в валюте баланса предприятия.

Человеческий капитал предприятия определяет возможность эффективного использования факторов производства, влияя таким образом на конкурентоспособность и цену предприятия, что подтверждается многочисленными примерами значительного превышения рыночной цены предприятия над его балансовой стоимостью.

Такая разница между балансовой стоимостью предприятия и его рыночной ценой по существу представляет собой стоимость надбавки к цене предприятия, так называемый гудвилл (goodwill), т. е. условную целостную оценку имени, деловой репутации предприятия, имиджа, известности, авторитета. Стоимость надбавки к цене бизнеса при его купле-продаже за деловую репутацию – гудвилл – может быть весьма значительной, так как многочисленные составляющие гудвилл – разнородные элементы (торговая марка, качество менеджмента и др.), которые формируются под влиянием человеческого капитала предприятия.

Человеческий капитал способен обеспечить преимущества предприятия на рынке путем внедрения новой техники, технологий, новых рыночных стратегий. Стоимостная оценка человеческого капитала стала актуальной потребностью при разработке различного рода инвестиционных проектов, приватизации, купле-продаже предприятий.

13.2. Модели оценки и учета человеческого капитала

В мировой практике существуют принципиальные подходы к оценке и учету человеческих ресурсов – так называемые модели активов (затратные модели) и модели полезности.

Модели активов (затратные модели) основаны на учете затрат на человеческий капитал (по аналогии с основным капиталом) и его амортизацию.

В основе моделей активов (затрат) заложена обычная схема бухгалтерского учета основного капитала, переработанная применительно к особенностям человеческого капитала.

В специальных счетах по разработанному перечню учитываются затраты на человеческие ресурсы, которые в зависимости от содержания рассматриваются либо как долгосрочные вложения, увеличивающие размер функционирующего человеческого капитала, либо списываются как потери.

Учет человеческого капитала при таком подходе происходит в счетах примерно так же, как учет физического (основного) капитала. Такая методика учета затрат на формирование и совершенствование человеческого капитала получила название «хронологическая модель затрат».

Модели полезности непосредственно оценивают эффект тех или иных кадровых инвестиций.

С помощью моделей полезности можно оценить экономические последствия изменения трудового поведения работников в результате тех или иных мероприятий. Учитывается способность работника приносить большую или меньшую прибавочную стоимость в условиях предприятия. Различия в ценности определяются характером должности и индивидуальными различиями работников, занимающих одинаковую должность.

Оценка трудового вклада в развитие предприятия всегда персонафицирована и служит основой кадровой политики на предприятии, особенно в период его приватизации или реструктуризации. Руководство предприятия, ориентируясь на новые продукты, новые рынки, новые условия, новые приоритеты ценностей, оценивает свои возможности, а также возможности персонала. Для работы в экономически сложные времена и ориентации на нововведения необходимы «новые сотрудники».

Экономические оценки в связи с учетом человеческих ресурсов требуют экспертных суждений или аналитических расчетов. Когда покупают определенный бизнес, на одном из первых мест в оценке возможностей бизнеса стоит персонал приобретаемой организации.

Однако уровень гудвилла не прямо пропорционален величине человеческого капитала. Предприятие, имея высокий уровень гудвилла, сформированный на протяжении многих лет, может в течение неко-

торого периода времени иметь низкий уровень человеческого капитала за счет ухода большого числа ключевых руководителей и квалифицированных работников, наличия значительного по масштабу конфликта в трудовом коллективе, несоответствия квалификации многих работников изменившемуся профилю его деятельности. Если уровень человеческого капитала характеризуется состоянием на текущий период времени, то гудвилл формируется в гораздо более значительный промежуток времени. Этот факт учитывается при оценке человеческого капитала предприятия.

Объективная оценка человеческого капитала влияет на следующие факторы:

- определение адекватности человеческого капитала предприятия требованиям рынка;
- обоснование инвестиций в бизнес, характер которого требует значительных затрат на формирование человеческого капитала (сфера услуг);
- рассмотрение человеческого капитала как одного из основных факторов доходности бизнеса, прогнозирование доходов предприятия;
- определение затрат на развитие или создание человеческого капитала на предприятии, аналогичном объекту оценки;
- инвестиционную привлекательность предприятия;
- прогноз рыночных цен на акции предприятия;
- обоснование весовых коэффициентов различных методов оценки бизнеса при определении окончательной рыночной стоимости (при высоком уровне человеческого капитала приоритетным считается доходный подход, при низком – затратный).

При оценке человеческого капитала целесообразно его подразделение на составляющие элементы с последующей оценкой каждого из них.

Структурирование категории человеческого капитала позволяет системно определить изменения, происходящие в трудовом ресурсе экономического субъекта.

Человеческий капитал предприятия целесообразно представить как систему, состоящую из следующих элементов:

- интеллектуальный капитал;
- структурный капитал;
- социальный капитал;
- клиентский (рыночный, потребительский) капитал.

При оценке интеллектуального капитала учитываются:

- объем продаваемых и передаваемых прав;
- уровень правовой охраны;
- возможности несанкционированного использования;
- уровень готовности к коммерческому использованию.

Американские менеджеры при выборе долгосрочных партнеров исходят из того, что интеллектуальный капитал фирмы должен составлять не менее 40% в общей структуре капитала. Доля стоимости интеллектуального капитала в передовых компаниях США, занятых в сфере высоких технологий, превысила 80% и имеет тенденцию к росту.

Интеллектуальный труд – деятельность людей по производству, усвоению и практическому использованию знаний.

Выделяют две категории знаний: кодифицированные, передаваемые на различных носителях в виде информации, и знания, не отделимые от человека, зависящие от его способностей, навыков, инновационных черт характера, отшлифованных образованием.

По содержанию и функциональному назначению выделяют знания общественно новые и субъективно новые.

Первые ранее не были известны обществу. Они создаются личностями, коллективами, как правило, в сфере науки.

Вторые по своему объему существенно превосходят первые и достигаются в процессе образования. Знания и формируемый ими интеллект относятся к интеллектуальным средствам производства (нематериальным активам).

Объектами интеллектуальной собственности как результатом функционирования интеллектуального капитала являются изобретения, полезные модели, промышленные образцы, товарные знаки и знаки обслуживания, селекционные достижения, права на секреты, а также авторское право на программы ЭВМ, базы данных, топологии интегральных микросхем, научные публикации. Результаты функционирования интеллектуального капитала, не подпадающие под действие авторского и патентного права, охраняются гражданским законодательством.

Для идентификации и оценки запасов знаний все интеллектуальные ценности предприятия подразделяются на три группы:

- технические результаты (ноу-хау, производственные технологии);
- рыночные интеллектуальные ценности (товарный знак, достижения в рекламе);

- знания и навыки (техническая и справочная литература, архивы, стандарты качества, руководящие документы, системы безопасности, информационные системы).

Европейская группа Ассоциаций профессиональных оценщиков (TEGO VA – The European Group of Valuer's Associations) с 2000 г. применяет стандарты оценки, в которых все нематериальные активы подразделяются на три категории:

1. Гудвилл бизнеса.
2. Персональный гудвилл.
3. Идентифицируемые нематериальные активы.

Персональный гудвилл, как правило, связан с отношением работников к предприятию, эмоциональным обликом предприятия и личности руководителя, т. е. с эмоциями, которые они вызывают у персонала предприятия.

Эмоциональный интеллект персонала (эмоциональная компетентность) является составляющей интеллектуального капитала и оценивается по следующим показателям:

1. Адекватное восприятие себя.
2. Управление собой и своими эмоциями.
3. Самомотивация.
4. Понимание эмоций других.
5. Умение создать мажорный эмоциональный настрой в коллективе.
6. Генерирование положительных эмоций.

При определении стоимости человеческого капитала (активов) необходимо установить следующее:

- способствует ли актив тому, что продукция или услуги компании получают конкурентные преимущества;
- актив имеет ценность для других компаний, и они готовы его приобрести;
- уникальность актива;
- масштаб применения;
- полезный срок использования актива;
- легальный статус.

Стоимостные оценки могут определяться путем моделирования искусственного рынка, определения возможного прироста доходов предприятия в результате владения активом, анализа судебной практики по возмещению ущерба, экспертных оценок, аналоговых сравнений.

13.3. Использование модели активов в оценке объектов интеллектуальной собственности (ОИС)

Использование модели активов (затрат на их образование и применение) включает три этапа оценки объекта интеллектуальной собственности (ОИС).

На первом этапе выявляются фактические затраты, связанные с созданием, приобретением, введением в действие и использованием ОИС.

Суммарные затраты (Z_c), связанные с созданием и охраной нематериального актива (денеж. ед.), рассчитываются по формуле

$$Z_c = \sum_{i=1}^T [(Z_p + Z_{no}) \cdot i \cdot (1 + P : 100) \cdot K_{np}],$$

где Z_p – стоимость разработки нематериального актива;

Z_{no} – затраты на правовую охрану объекта;

P – рентабельность;

K_{np} – коэффициент приведения, с помощью которого разновременные затраты приводятся к единому моменту времени (корректируются затраты на величину индекса цен на дату оценки);

T – общее время охраны нематериального актива;

i – порядковый номер рассматриваемого года действия.

Стоимость разработки нематериального актива (Z_p) рассчитывается по формуле

$$Z_p = Z_{нир} + Z_{кто},$$

где $Z_{нир}$ – затраты на проведение научно-исследовательских работ;

$Z_{кто}$ – затраты на разработку конструкторско-технической, технологической и (или) проектной документации, связанные с созданием объекта.

В свою очередь, $Z_{нир}$ и $Z_{кто}$ рассчитываются по формулам

$$Z_{нир} = Z_n + Z_{ти} + Z_э + Z_u + Z_o + Z_{ор} + Z_c,$$

где Z_n – затраты на поисковые работы;

$Z_{ти}$ – затраты на проведение теоретических исследований;

$Z_э$ – затраты на проведение экспериментов;

Z_u – затраты на проведение испытаний;
 Z_o – затраты на составление и утверждение отчета;
 Z_{op} – другие затраты;
 Z_c – затраты на услуги сторонних организаций;

$$Z_{кнд} = Z_{эп} + Z_{мп} + Z_{рп} + Z_p + Z_u + Z_{ан} + Z_o + Z_{op}$$

где $Z_{эп}$ – затраты на выполнение эскизного проекта;
 $Z_{мп}$ – затраты на выполнение технического проекта;
 $Z_{рп}$ – затраты на выполнение рабочего проекта;
 Z_p – затраты на выполнение расчетов;
 Z_u – затраты на проведение испытаний;
 $Z_{ан}$ – затраты на проведение авторского надзора;
 Z_o – затраты на дизайн;
 Z_{op} – другие затраты.

На втором этапе определяется величина коэффициента, учитывающего степень морального старения (износа) нематериального актива (K_κ), по формуле

$$K_\kappa = 1 - \frac{T_\phi}{T_n},$$

где T_ϕ – фактический срок действия охранного документа;
 T_n – номинальный срок действия охранного документа.

На третьем этапе рассчитывается остаточная стоимость объекта нематериального актива по формуле

$$C_o = Z_c \cdot K_{мс},$$

где C_o – остаточная стоимость объекта нематериального актива;
 Z_c – сумма всех затрат;
 $K_{мс}$ – величина коэффициента, учитывающего степень морального старения нематериального актива.

Для предприятий различной специализации типовым может быть только подход к оценке их интеллектуального капитала, набор же показателей строго индивидуален. На практике предлагаются два прагматичных принципа, руководствуясь которыми можно сделать выбор инструментария оценки.

Измерять нужно только то, что имеет важное стратегическое значение для деятельности предприятия, только те виды деятельности, которые создают интеллектуальный капитал.

Интеллектуальный капитал классифицируют применительно к специфике специализации предприятия следующим образом:

- высокий уровень интеллектуальности;
- средний уровень;
- уровень ниже среднего.

Норматив стабильности интеллектуальных кадров предприятия (с учетом естественной миграции, убыли, личных обстоятельств), соответствующий высшей оценке интеллектуальности предприятия, принимают за 1 по шкале от 0 до 1. Среднему уровню интеллектуальности соответствует значение стабильности кадров предприятия по этой шкале 0,85, ниже среднего – 0,7.

Каждое конкретное предприятие в силу специфики своей деятельности и индивидуальности организационного построения может самостоятельно определить свою систему показателей для расчета интеллектуального капитала и определения стратегии развития.

Возможен подход, когда интеллектуальная собственность не вычленяется из общей группы нематериальных активов, которые подразделяются, в свою очередь, на три группы по признаку отделяемости (неотделяемости) от предприятия или индивидуума.

В первую группу включены нематериальные активы, не отделяемые от предприятия:

- наличие обученного персонала;
- системы и методы управления и функционирования, разработанные в качестве составной части предприятия;
- наличие клиентуры;
- гудвилл, т. е. деловая репутация предприятия.

Во вторую группу нематериальных активов, не отделяемых от индивидуума, входят:

- личная репутация работников или владельцев предприятия среди общественности, клиентов, других работников, других владельцев и ссудодателей;
- личные профессиональные качества индивидуумов, включая их ноу-хау, коммерческие способности, талант в области финансовых операций;
- общая квалификация и личные качества персонала или владельца в таких областях, как организация работы персонала, менеджмент, отношения с клиентами, отношения в коллективе.

В третью группу нематериальных активов, отделяемых от предприятия, входят:

- товарные (фирменные) знаки;
- торговые марки;
- технические библиотеки;
- патенты;
- контракты (о найме, договоры купли-продажи, рекламные контракты);
- списки (списки клиентов, списки подписчиков и т. д.).

При данной классификации затруднительно из нематериальных активов выделить интеллектуальную собственность, что представляется существенным недостатком.

В США группировку интеллектуальной собственности промышленных компаний представляют тремя категориями: маркетинговый блок, технический блок и блок, отражающий производственный, профессиональный опыт работников. Каждая категория обладает реальной, определяемой ценой и может подвергаться значительным колебаниям в различных компаниях по приоритетности: в одних превагирует значимость маркетингового блока, в других – технического, в третьих наибольшую ценность представляет управленческий и профессиональный опыт коллектива.

13.4. Оценка активов структурного капитала предприятия

Структурный капитал, являясь проявлением организационного потенциала предприятия, включает систему менеджмента, организационную структуру предприятия, корпоративную культуру.

Оценка активов структурного капитала осуществляется по его компонентам, т. е. производится оценка:

- системы менеджмента;
- гибкости организационной структуры предприятия;
- уровня корпоративной культуры.

Оценить роль и влияние организационной структуры компании, ее административно-управленческого персонала на создание добавленной стоимости – весьма сложная задача.

Многие рутинные операции, управленческие процедуры (оформление контрактов, заказов, накладных, сбор и обработка информации, внутрифирменная отчетность и другая подобная деятельность), не выступающие в роли товара, стоят немалых денег. Объективных критериев для определения ценности таких операций не существует, и компании, продающие свои услуги по реорганизации других предприятий, пользуются методикой, которая по косвенным признакам позволяет опреде-

лить, насколько эффективно предприятие использует нематериальные интеллектуальные фонды в целях собственного развития.

В основе методики лежит гипотеза о том, что размер добавленной стоимости эквивалентен изменениям на предприятии, как и технология, которая по определению есть пооперационный процесс изменений одних (входящих) элементов, которые переходят в другие, – новый продукт (выходящий), имеющий более высокую ценность.

Нет изменений – нет и добавленной стоимости. Если информация изменилась или ее стало больше, следовательно, создана добавленная стоимость.

Измеряя количество новой или измененной информации, согласно данной гипотезе, можно давать приближенную оценку влияния организационной структуры (организационного ресурса) на деятельность предприятия. Таким образом, стоимостная оценка структурного капитала может быть дана на основе вклада организационного ресурса в добавленную стоимость.

Корпоративная культура – элемент структурного капитала и определяется как образ действий, характерный для организации. Она включает признаваемые всеми работниками прогрессивные ценности, идеалы, обычаи, ритуалы. Отсюда вытекают функции корпоративной культуры:

- регламентирующая, регулирующая поведение работников предприятия;
- познавательная (познание и усвоение корпоративной культуры работником на этапе его адаптации в коллективе);
- мировоззренческая (корпоративные ценности превращаются в ценности каждого работника);
- коммуникационная (корпоративные ценности обеспечивают взаимопонимание и взаимодействие работников).

Обобщенными индикаторами уровня развития корпоративной культуры выступают:

- фактическая реализация функций корпоративной культуры на предприятии;
- наличие миссии, целей организации;
- рейтинг предприятия (компаний), публикуемый в средствах массовой информации по результатам исследований; имидж; наличие сертификата качества по международным стандартам ISO и др.

К специфическим индикаторам уровня развития корпоративной культуры относят:

- наличие и качество трудового договора;
- содержание нормативных документов на предприятии;

- отношение работников к труду;
- кадровую политику и др.

Социальный капитал предприятия включает количество и качество социальных взаимодействий (социальные связи, выражающиеся в разделяемых ценностях и нормах, ответственности и доверии). Доверие рассматривается как обобщенный показатель многих норм, взглядов и ценностей, которые лежат в основе социального сотрудничества.

В основе понятия «социальный капитал» может лежать ожидаемая отдача от инвестиций в социальные отношения. Социальные связи работника свидетельствуют о том, что он располагает дополнительными ресурсами, на которые может рассчитывать предприятие, наняв его.

Таким образом, показателями уровня развития социального капитала служат доверие, партнерство, гражданская активность и социальные связи.

Клиентский (рыночный, потребительский) капитал создается приверженцами продукции или услуг предприятия, его постоянными клиентами. Если деятельность предприятия в основном ориентирована на своих собственных клиентов, а процент случайных клиентов очень низок и не может оказать существенного влияния на показатели предприятия, рост экономических показателей целиком зависит от роста экономического положения клиентов.

Клиентский капитал как часть гудвилла предприятия может определяться доходом, получаемым за счет продаж продукции постоянным клиентам – приверженцам торговой марки.

Процесс оценки клиентского капитала включает следующие этапы:

- определение периода прогнозирования (3–5 лет в зависимости от стабильности экономики или целей оценки);
- анализ структуры обслуживания рынка (наличие постоянных и новых клиентов), динамики структуры, объема сделок, доходов и затрат на обслуживание разных категорий клиентов;
- определение доходов от наличия постоянных клиентов;
- определение капитализации, полученной величины дохода (прибыли).

Проявляются предпочтения клиентов следующими способами:

- клиенты обращаются к услугам только «своего» предприятия;
- бизнес предприятия растет за счет доли его постоянных клиентов;
- клиенты невосприимчивы к призывам и обещаниям конкурентов (ценовая толерантность).

Чем больше экономический потенциал заказчиков и клиентов предприятия, тем большим потребительским капиталом оно обладает.

Методика определения потребительского капитала включает несколько этапов:

- определение периода прогнозирования, который должен соотноситься с жизненным циклом продукции предприятия, всей системой планирования на предприятии;
- проведение выборочного статистического исследования процесса обслуживания постоянных клиентов и новичков, объема сделок и операций с теми и другими, стоимости обслуживания, прибыли и расходов на обслуживание этих составляющих клиентского капитала предприятия;
- в расходную часть включаются расходы на рекламу, торговые издержки на привлечение новых клиентов, работу по их оформлению, проверку их благонадежности;
- определяется доход, получаемый от поддержания отношений с постоянными клиентами;
- зная величину прибыли на одного потребителя в год и средний процент прибыли от использования основных фондов предприятия (с учетом их выбывания и обновления), можно рассчитать годовую «стоимость потребителя» и на прогнозный период.

Подсчитано, что в области рекламы пятипроцентное увеличение показателя «удержания» клиента дает рост стоимости потребительского капитала до 75%.

13.5. Затратный и доходный подходы к оценке человеческого капитала

При обобщенной оценке человеческого капитала предприятия применяются следующие подходы: затратный, доходный, экспертный, сравнительный.

Затратный подход к оценке человеческого капитала может быть реализован двумя методами:

- косвенным;
- прямым.

Косвенный метод основан на сопоставлении рыночной стоимости объекта оценки со стоимостью замещения данного объекта. Для этой цели Д. Тобин, лауреат Нобелевской премии в области экономики, предложил показатель q (коэффициент Д. Тобина) представить как отношение рыночной стоимости объекта к стоимости его замены (замещения):

$$\text{Коэффициент Д. Тобина} = \frac{\text{Рыночная стоимость объекта}}{\text{Стоимость замещения объекта}}.$$

Под стоимостью замещения объекта понимаются затраты на создание предприятия и его функционирование с нормальной прибылью. Условно принимается, что деловая репутация объекта оценки полностью определяется человеческим капиталом, а влияние остальных факторов либо несущественно, либо полностью учтено при формировании стоимости замещения объекта.

Если $q < 1$ и объект оценки стоит дешевле, нежели его замещение, то объект оценки следует считать инвестиционно непривлекательным в силу низкого кадрового потенциала.

Если $q > 1$, то оцениваемый объект имеет высокий уровень человеческого капитала и инвестиционно привлекателен.

Коэффициент q можно рассчитать как для предприятия в целом, так и для отдельных его структурных элементов.

Стоимость человеческого капитала можно так же определить как разность между рыночной стоимостью акционерного капитала (АК) предприятия и текущей стоимостью основных средств (ТСОС) с учетом износа, которая приближенно характеризует человеческий капитал.

Прямой метод основан на определении всех расходов, которые потребуются для создания человеческого капитала предприятия.

При этом учитываются следующие затраты:

- подготовка и переподготовка кадров;
- повышение квалификации;
- расходы на поиск работников;
- затраты на организационную, учебную и кадровую работу;
- затраты на формирование организационной культуры.

Доходный подход основан на оценке человеческого капитала предприятия по степени участия совокупного работника предприятия в доходах предприятия и использует следующие методы:

1. Метод управленческой добавленной стоимости (*УДС*) заключается в измерении вклада ключевого управленческого персонала в добавленную стоимость предприятия:

$$УДС = ДСБ - ДАС - УИ ,$$

где *ДСБ* – добавленная стоимость бизнеса;

ДАС – доход на капитал предприятия в случае его альтернативного использования;

УИ – управленческие издержки.

Низкие (отрицательные) результаты позволяют сделать вывод, что управленческие ресурсы используются неэффективно.

Вслед за этим необходимо выявить причины такого положения дел, которые могут быть следующими:

- нерациональная организационная структура;
- плохо организованные управленческие коммуникации;
- большая сменяемость персонала;
- необоснованная ротация кадров;
- низкий профессиональный уровень персонала;
- слабая мотивация управленческого труда.

Для анализа можно использовать показатель рентабельности управленческих затрат:

$$P_{упр} = \frac{УДС}{УИ_{перс}},$$

где $P_{упр}$ – рентабельность управленческих затрат, % ;

$УДС$ – вклад ключевого управленческого персонала в добавленную стоимость предприятия;

$УИ_{перс}$ – управленческие издержки персонала.

2. Метод избыточной прибыли основан на предположении, что человеческий капитал является частью гудвилла, формирующего избыточную прибыль.

Получить стоимостную оценку человеческого капитала можно, выполнив следующие этапы расчета:

- определить избыточную прибыль;
- дать стоимостную оценку гудвилла предприятия методом капитализации избыточной прибыли;
- дать стоимостную оценку нематериальных активов, способных оказывать существенное влияние на доходность бизнеса (патенты, лицензии);
- определить человеческий капитал (гудвилл минус отдельно оцененные нематериальные активы).

Вклад отдельного работника можно оценить с помощью оценки профессиональной зрелости работника и ранжирования оценочных показателей профессионально важных качеств.

Вклад оценивается количеством баллов 3, 6, 9, 12, 15, 18 в соответствии с уровнем компетенции работника.

Профессионально важные качества расположены в ранжированном ряду – от более до менее значимого. В соответствии с этим выставляются первая и последующие оценки аттестуемому. По каждому профессиональному качеству определяется средневзвешенный балл.

Далее путем суммирования средневзвешенных баллов по всем качествам определяется итоговый балл оценки аттестуемого. Итоговую оценку комиссия сравнивает с эталоном.

Таким образом, если оценка работника составляет более 85 баллов, формулируется вывод о его повышении или включении в состав резерва на выдвижение. Если оценка составит от 57 до 85 баллов, делается заключение о соответствии занимаемой должности. При этом весьма ценно и то обстоятельство, что детальный анализ оценок экспертов по профессионально важным качествам может помочь определить для каждого работника конкретные направления совершенствования его профессиональной деятельности.

Данные об образовании работника, его стаже и возрасте учитываются путем расчета коэффициента профессиональной эффективности по формуле

$$K = O_{\text{образ}} \left(1 + \frac{C}{4} + \frac{B}{18} \right),$$

где $O_{\text{образ}}$ – оценка уровня образования, которая обычно применяется (составляет 0,15 для лиц, имеющих незаконченное среднее образование; 0,6 – для лиц со средним образованием; 0,75 – для лиц со среднетехническим и незаконченным высшим образованием; 1,0 – для лиц с высшим образованием по специальности);

C – стаж работы по специальности; в соответствии с рекомендациями научно-исследовательского института труда он делится на 4 (в связи с тем, что, как установлено, стаж в 4 раза меньше влияет на результативность труда, чем образование);

B – возраст; в соответствии с рекомендациями научно-исследовательского института труда он делится на 18 (установлено, что влияние возраста на результативность труда в 18 раз меньше, чем влияние образования).

Оценка может проводиться путем сопоставления реально существующих характеристик работников с требованиями профессиональных стандартов.

В соответствии с их требованиями разрабатываются должностные инструкции, планируется развитие кадрового потенциала, осуществляется подбор работников на вакантные должности.

13.6. Экспертный и сравнительный подходы к оценке человеческого капитала

С помощью экспертного подхода целесообразно оценивать следующее:

- достаточна ли квалификация работника для выполнения функций (профильное образование, стаж);
- имеются ли в рамках общей системы управления организационные возможности для реализации функций;
- насколько организационно-управленческие коммуникации обеспечивают выполнение функции;
- обеспечивает ли организация развитие работников.

Для этой цели требуются рассмотрение и экспертная оценка действующей на предприятии организационной структуры.

Оценка ключевого персонала может осуществляться на основе личного вклада в результаты деятельности предприятия.

Если данная практика существует в виде системы аттестации персонала для планирования карьерного роста, повышения должностных окладов, то, изучив такого рода информацию за несколько лет, можно сделать важные для оценки выводы.

Результаты оценки состояния человеческого капитала могут быть использованы косвенно при прогнозировании доходов.

Сравнительный подход к оценке человеческого капитала может основываться на парных сравнениях с предприятиями-аналогами.

Суть метода сравнений состоит в выявлении различий между объектом оценки и аналогами. В качестве аналогов могут быть применены организационные структуры и кадровый состав следующих предприятий:

- прошедших реструктуризацию, создавших управленческую структуру и кадровый потенциал, близкий к идеальной модели;
- некоторых синтетических моделей, отражающих идеальную для данного вида бизнеса структуру и кадровый состав;
- проданных на рынке, в оценочных отчетах по которым имеется информация об оценке кадрового потенциала;
- сходных по профилю и масштабам бизнеса, но более преуспевающих на рынке.

Все перечисленные характеристики количественно измеримы, что делает проблему сравнений вполне решаемой.

При проведении приватизации и акционирования, при выпуске акций и определении их котировок полная величина оценки совокупного человеческого капитала предприятий часто не учитывается. Практика недооценки и невключения в активы предприятия человеческого капитала ведет к огромным потерям ресурсов и значительно занижает рыночную стоимость фондов (акций) предприятий.

Результаты оценки человеческого капитала должны включаться в активы предприятия в соответствии с п. 18 МФСО (Международная финансовая система отчетности).

Приватизация, образование акционерных обществ в условиях высокой инфляции породили множество проблем в оценке финансового капитала предприятий и его соответствия действительному капиталу (действительным ресурсам предприятия).

Целесообразно провести переоценку не только материально-вещественного, но и человеческого капитала. Дооценка человеческого капитала предприятия и его учет в составе нематериальных активов позволят провести дополнительную эмиссию ценных бумаг и более адекватно учесть и отразить в акционерном капитале долю, приходящуюся на человеческий капитал.

Человеческий капитал должен учитываться при организации новых предприятий, особенно в наукоемких отраслях, в информационном секторе экономики, в сферах науки, образования, здравоохранения.

Целесообразно учитывать долю человеческого капитала в учредительном договоре предприятия, а оценку уровня инвестиций и износа человеческого капитала включать в счет «Нематериальные активы».

Методика оценки человеческого капитала может согласовываться при заключении тарифных соглашений как на уровне отрасли, так и на уровне отдельного предприятия.

Условия и сроки инвестирования в человеческий капитал, величина заработной платы, которая может рассматриваться как норматив амортизации человеческого капитала, а также другие вопросы подлежат согласованию при заключении коллективных договоров и индивидуальных контрактов.

Получение обоснованных оценок индивидуального и совокупного человеческого капитала служит необходимой научной основой для определения оптимального уровня оплаты труда работников при заключении трудовых договоров (индивидуальных и коллективных).

Тема 14. ИТОГОВАЯ ВЕЛИЧИНА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

План

- 14.1. Согласование данных в итоговую оценку стоимости.
- 14.2. Международные стандарты оценки.
- 14.3. Основные задачи и требования к содержанию отчета об оценке.
- 14.4. Структура и содержание отчета об оценке предприятия (бизнеса).

14.1. Согласование данных в итоговую оценку стоимости

На идеальном рынке все три подхода к оценке предприятия должны привести к одной и той же величине стоимости, а на практике получаемые отличающимися способами величины могут существенно различаться (от 5 до 50% и даже более, особенно при оценке бизнеса). Например, при анализе финансово неустойчивого предприятия, прибыль которого незначительна (если вообще имеется), величина стоимости, получаемая на основе доходного подхода, очень мала, однако предприятие обладает значительными материальными активами и полученная с применением затратного подхода величина стоимости может превышать предыдущую величину в десятки и сотни раз.

В соответствии с законодательством, если в договоре об оценке не предусмотрено иное, то итоговое значение стоимости объекта оценки должно быть выражено в рублях в виде единой величины.

Итоговая величина стоимости объекта оценки – величина стоимости объекта оценки, полученная как итог обоснованного оценщиком обобщения результатов расчетов стоимости объекта оценки при использовании различных подходов к оценке и методов оценки.

Для сведения воедино разрозненных значений стоимости, полученных классическими подходами к оценке, проводят согласование результатов.

Согласование результатов оценки – это получение итоговой оценки имущества путем взвешивания и сравнения результатов, полученных с применением различных подходов к оценке.

Как правило, один из подходов считается базовым, два других необходимы для корректировки получаемых результатов. При этом учитывается значимость и применимость каждого подхода в конкретной ситуации. Из-за неразвитости рынка, специфичности объекта

или недостаточности доступной информации бывает, что некоторые из подходов в конкретной ситуации невозможно применить.

Для согласования результатов необходимо определить веса, в соответствии с которыми отдельные ранее полученные величины сформируют итоговую рыночную стоимость имущества с учетом всех значимых параметров на базе экспертного мнения оценщика.

Согласование результатов, полученных различными подходами оценки, проводится по формуле

$$C_{ит} = C_{зн} \cdot K_1 + C_{дн} \cdot K_2 + C_{сн} \cdot K_3,$$

где $C_{ит}$ – итоговая стоимость объекта оценки;

$C_{зн}$, $C_{дн}$, $C_{сн}$ – стоимости, определенные затратным, доходным и сравнительным подходами;

K_1 , K_2 , K_3 – соответствующие весовые коэффициенты, выбранные для каждого подхода к оценке.

В отношении этих коэффициентов выполняется равенство

$$K_1 + K_2 + K_3 = 1.$$

Весовые коэффициенты, выбранные для каждого подхода к оценке, округляются с точностью до 10% (реже до 5%) в целях использования данных весов для согласования. Округление необходимо в связи с тем, что неокругленные веса порождают у читателя отчета ошибочное представление о точности полученного результата. Итоговая величина стоимости – это лишь наиболее вероятная цена.

На основе округленных весов рассчитывается согласованная стоимость оцениваемого имущества путем умножения полученного с помощью каждого подхода результата на округленный вес подхода, рассчитанный в целях согласования стоимостей. Полученное значение округляется.

При согласовании учитывается следующее:

- полнота и достоверность информации;
- соответствие цели;
- преимущества и недостатки подходов в конкретной ситуации.

Например, преимущества метода дисконтирования денежных потоков – учет ожиданий администрации предприятия относительно будущих прибылей, расходов, капитальных вложений. Однако это всего лишь прогнозные оценки, которые могут измениться в реальности. Тем не менее данный метод показывает сумму, которую готов

заплатить инвестор, ориентируясь на ожидания относительно результатов деятельности предприятия с учетом требуемой доходности вложений.

Сравнительный подход является единственным, учитывающим рыночную ситуацию, он представляет оценку, основанную на реальных данных о котировках акций и продажах аналогичных предприятий. Основным его недостатком является необходимость корректировки на закрытость компании (метод рынка капитала). К тому же все, даже небольшие предприятия, имеют существенные различия, что требует внесения сложных корректировок. Кроме того, данный подход опирается на ретроспективную информацию, не учитывающую перспективы развития предприятия.

14.2. Международные стандарты оценки

Международными стандартами оценки бизнеса рекомендуется применять три подхода оценки – затратный, сравнительный и доходный. Белорусские стандарты закрепляют эти подходы как обязательные. Следование международным стандартам и законодательству вызывает необходимость согласования полученных результатов, так как названные подходы применяются к одному и тому же объекту в рамках одной и той же оценочной процедуры.

Международная практика располагает рядом методов согласования результатов оценки. Наиболее распространенным способом согласования является механизм усреднения результатов оценки на основе весовых коэффициентов (удельных весов).

К методам выбора весовых коэффициентов относятся:

- метод логического анализа;
- метод анализа иерархий;
- метод расстановки приоритетов;
- метод согласования по критериям и др.

Методы различаются применением в итоговом согласовании данных неодинаковых способов выбора весовых коэффициентов, присваиваемых результатам оценки, полученным различными подходами к оценке. Если в первом методе используется только логический анализ, то в остальных – логико-математический, т. е. свои логические рассуждения оценщик накладывает на какую-либо оценочную шкалу, на основе выбранного способа расчета определяется предварительное значение весовых коэффициентов, полученные значения округляются.

Метод логического анализа заключается в выборе весовых коэффициентов при согласовании результатов оценки экспертно на основе логического анализа, проводимого оценщиком, с учетом всех значимых параметров. Этот метод наиболее распространен в оценочной практике.

Метод анализа иерархий разработан в начале 70-х гг. в XX в. американским математиком Томасом Саати как процедура поддержки принятия решений, которую он назвал «Analytic hierarchy process». Авторы русского издания перевели это название как «Метод анализа иерархий».

Этот метод относится к классу критериальных и активно применяется по сей день, в том числе и в оценочной деятельности. В основе метода лежит иерархическая процедура оценки альтернатив. Представим ее следующим образом:

1. *Уровень 0.* Цель – оценить вес подхода к оценке.

2. *Уровень 1.* Критерии следующие:

- надежность получаемых результатов;
- соответствие целям оценки.

Количество уровней не ограничено. Например, критерий 1-го уровня «надежность получаемых результатов» можно раскрыть *уровнем 2* как:

- надежность, обусловленная достоверностью информации;
- надежность, обусловленная обширностью информации.

Уровень 2 можно раскрыть уровнем 3 и т. д. На практике можно ограничиться и уровнем 1.

Затем нужно получить оценки каждой альтернативы по каждому критерию. Если существуют объективные оценки, то они просто выписываются и нормируются, чтобы их сумма была равна единице.

Однако при итоговом согласовании нет готовых численных данных.

К достоинствам метода анализа иерархий относят следующее:

- использование парных сравнений, что упрощает выбор весовых коэффициентов при анализе трех и более альтернатив;
- численную оценку превосходства одной альтернативы над другой посредством шкалы;
- возможность оценивать альтернативы с учетом иерархичности уровней.

Однако выбор численной оценки (от одного до девяти) даже с применением шкалы – довольно сложный процесс с весьма условными результатами, зависящими все от того же детального логического анализа, представленного в первом методе (методе логического анализа), не требующего никаких математических расчетов. Иногда де-

вятибалльная шкала с нечеткими характеристиками балльных оценок даже усложняет процесс принятия решений. Например, требуется выбрать: превосходство сильное, очень сильное или промежуточное (между сильным и очень сильным), т. е. 5, 6 или 7 баллов.

Учесть указанные недостатки при оценке можно следующим образом: не придавая полученным численным значениям смысла абсолютной точности, еще раз логически оценить результаты расчетов для определения возможности использования весовых коэффициентов в согласовании.

В методе согласования по критериям для определения весов различных подходов используется четыре критерия, которыми описываются те или иные преимущества или недостатки примененного метода расчета с учетом особенностей оценки конкретного объекта.

Расчет веса использованных методов проводится в несколько этапов:

- строится матрица факторов, в которой каждому подходу присваивается четыре вида баллов в соответствии с четырьмя критериями;
- определяется сумма баллов каждого подхода, затем – использованных подходов;
- по отношению суммы баллов данного подхода к сумме баллов всех использованных подходов определяется расчетный вес подхода в процентах;
- расчетный вес подходов округляется.

В стоимости активов предприятия основную долю, как правило, составляет стоимость недвижимости, машин и оборудования.

При согласовании результатов оценки машин и оборудования учитывается наличие следующих затрудняющих оценку обстоятельств:

- сложно выделить доход, который приносит отдельно взятая машина или оборудование;
- стоимость приобретения нового объекта, идентичного или аналогичного объекту оценки, является элементом затратного подхода и, следовательно, для применения методов сравнительного подхода необходимы данные о продажах таких же изношенных, как и объект оценки, сопоставимых объектов;
- поиск достоверных обширных сведений о продажах похожего ранее использовавшегося оборудования часто затруднен.

Таким образом, при оценке машин и оборудования в большинстве случаев имеет максимальный вес при согласовании или даже является единственно возможным затратный подход.

При оценке недвижимости подобный вес затратному подходу можно придать лишь в некоторых случаях.

Если для применения сравнительного подхода есть достаточное количество достоверной информации, и рынок купли-продажи развит сильнее, чем рынок аренды (например, рынок квартир), то ему следует отдавать предпочтение перед другими методами.

Для тех типов объектов, где преобладает рынок аренды (например, склады) и имеется соответствующая информация об аренде, а по купле-продаже она ограничена, наибольший вес следует давать доходному подходу. В этих двух случаях, при отсутствии развитого рынка земли затратному подходу целесообразно придавать небольшой вес.

Если же рынок данного типа объектов не развит ни по купле-продаже, ни по аренде, и соответствующая рыночная информация почти недоступна, то по необходимости большой вес получает затратный подход, а два других имеют меньшие веса.

14.3. Основные задачи и требования к содержанию отчета об оценке

Общие требования к оформлению результатов оценки установлены Указом Президента Республики Беларусь от 13 октября 2006 г. № 615 «Об оценочной деятельности в Республике Беларусь».

При написании отчета об оценке перед оценщиком стоят следующие основные задачи:

1. Изложить логику анализа.
2. Зафиксировать все важные моменты оценки.
3. Отчет должен привести читателя к заключению, которое сделал оценщик.

Необходимо, чтобы отчет удовлетворял данным задачам, поэтому к нему предъявляются следующие важнейшие требования.

Для того, чтобы отчет легко воспринимался пользователями информации, он должен быть логичен. Изложение каждой следующей проблемы должно вытекать из предыдущего материала, выводы разных разделов должны дополнять друг друга и работать на общее заключение.

Восприятие материала отчета заметно облегчается, если последний хорошо структурирован, достаточно подробен и содержит необходимую задокументированную информацию. Вместе с тем нельзя отягощать отчет несущественными данными. Восприятие отчета во многом определяет стиль, которым он написан, а это зависит от того, кто будет потребителем отчета.

Так как потребителями услуг оценщика являются люди, не знакомые с терминологией оценки, то профессиональные термины должны объясняться.

Отчет составляется таким образом, чтобы его потребитель при желании мог повторить анализ, проведенный оценщиком, и сделать аналогичное заключение.

В отчете должно содержаться описание оцениваемого объекта, указаны его названия и точный адрес, юридические права и ограничения, связанные с данной собственностью, а также физическое состояние объекта и его стоимостные характеристики.

Кроме того, в отчете должна быть приведена четкая формулировка цели оценки, обоснование использования того или иного вида стоимости, дата, на которую произведена оценка.

Если имеются какие-либо ограничивающие условия, применительно к выводам отчета, то их обязательно необходимо указать. Примерами таких ограничений может быть написание предварительного или частичного отчета.

Обоснование выбора тех или иных методов оценки – важный момент отчета.

Оценку должен проводить независимый оценщик, поэтому в отчете необходимо указание на отсутствие личной заинтересованности оценщика в оцениваемом объекте и в величине его рыночной стоимости.

Немаловажным моментом отчета является наличие в нем подписей всех лиц, проводивших оценку, и указание на то, что они согласны с ее результатами. Если же один из оценщиков, принимавших участие в работе, не согласен с некоторыми или всеми выводами, содержащимися в отчете, то он должен включить в него свое личное мнение по тем или иным вопросам оценки данного объекта.

Отчет об оценке бизнеса, его содержание, объем и стиль изложения во многом зависят от цели оценки, характера оцениваемого объекта и от потребностей заказчиков отчета. Так, отчет для инвестора отличается от отчета для кредитора или налогового инспектора.

Отчет зависит также от сложности и размера оцениваемого предприятия. Если читателями отчета будут лица, не знакомые с предприятием, то обязательно подробное описание последнего. Если же отчет предназначен для работников фирмы, то его подробное описание обязательно.

В отчете в обязательном порядке указываются дата проведения оценки объекта оценки, используемые стандарты оценки, цели и задачи проведения оценки объекта оценки, а также приводятся иные

сведения, которые необходимы для полного и недвусмысленного толкования результатов проведения оценки объекта оценки, отраженных в отчете. Если при проведении оценки определяется не рыночная стоимость, а иные виды стоимости, в отчете должны быть указаны критерии их установления и причины отступления от возможности определения рыночной стоимости.

Отчет может содержать и иные сведения, являющиеся, по мнению оценщика, существенно важными для полноты отражения примененного им метода расчета стоимости конкретного объекта оценки. Отчет собственноручно подписывается оценщиком и заверяется его печатью. Для проведения оценки отдельных видов объектов оценки законодательством могут быть предусмотрены специальные формы отчетов.

Результаты оценки действительны только для указанной даты оценки и заявленной цели. Оценщик, подписавший отчет об оценке, несет ответственность за заявления, сделанные в отчете об оценке.

14.4. Структура и содержание отчета об оценке предприятия (бизнеса)

Независимо от целей оценки, структура отчета достаточно единообразна. В основу его структуры положен принцип «от общего к частному». Основные разделы отчета:

1. Введение.
2. Краткая характеристика отрасли.
3. Краткая характеристика предприятия.
4. Анализ финансового состояния.
5. Методы оценки и выводы.

В зависимости от целей оценки и специфики объекта, в структуру отчета могут быть внесены некоторые изменения. Например, в самостоятельный раздел может быть выделен анализ данных по предприятиям-аналогам. Если для оценки предприятия важна общеэкономическая ситуация в стране или регионе, то им можно посвятить специальные разделы. Анализ финансового состояния может войти в раздел, в котором дается характеристика предприятия.

Отчет начинается с краткого вступительного раздела, в котором излагается суть задания на оценку, указываются используемые источники информации, дается краткое описание предприятия и его капитала; уточняется вид стоимости, который следует определить в процессе оценки; указываются методы оценки, примененные в данном отчете; приводится итоговый вывод.

При изложении задания указывается, какая оценочная фирма и кем была нанята, дата, на которую действительна оценка, и цель оценки.

После описания оценочного задания целесообразно разместить обобщенный список используемых источников информации. Это могут быть финансовые отчеты предприятия, его контракты и договоры, источники данных по предприятиям-аналогам и т. д. Обязательно указывается, проводилась ли аудиторская проверка, какие объекты предприятия посещались оценщиком. Можно указать, у кого брались интервью для сбора данных по оцениваемому предприятию.

Во введении желательно описать, что производит оцениваемое предприятие, где оно расположено, каким капиталом располагает и как он распределяется.

Далее указывается стандарт стоимости, который будет использоваться в оценке исходя из ее цели. Полезно дать определение используемого вида стоимости.

Во введении также кратко излагается, какие методы оценки были использованы и, наконец, приводится вывод о величине стоимости оцениваемого предприятия.

Для прогнозирования перспектив развития предприятия полезен раздел, в котором приводятся общеэкономические или региональные данные, а также раздел, анализирующий ситуацию в отрасли.

В общеэкономическом разделе должны приводиться лишь те данные по ситуации в стране или регионе, которые непосредственно влияют на развитие предприятия. Эти же данные могут быть приведены в разделе, посвященном методам оценки при прогнозировании доходов и расходов предприятия. В таком случае данный раздел отдельно не выделяется.

Раздел, посвященный характеристике отрасли, должен познакомить потребителя отчета с особенностями отрасли, ее положением в настоящее время и в будущем. Основное внимание уделяется характеристике рынков сбыта и факторам, влияющим на спрос. В разделе также приводится информация о конкуренции в отрасли и положении оцениваемого предприятия относительно основных конкурентов.

Главной целью раздела, посвященного характеристике предприятия, является выявление его особенностей и их влияния на рыночную стоимость.

Основные вопросы, рассматриваемые в данном разделе, следующие: предыстория предприятия, перечень выпускаемых товаров и услуг, условия сбыта, наличие поставщиков, персонала, менеджмент, прошлые сделки с его акциями.

При знакомстве с предысторией читатель получает информацию о том, когда была создана оцениваемая фирма, какие изменения (например, в названии, месторасположении, направлениях деятельности) имели место. Полезно указать, какое имущество находится в собственности предприятия, а какое арендуется и на каких условиях. Приводятся также данные о площади, занимаемой каждым производственным объектом. Если компания имеет дочерние фирмы, то дается информация об их организационной форме, процентной доле материнской компании в ее капитале и т. д.

Основная группа вопросов, раскрываемая в данном разделе, касается текущей деятельности предприятия.

Во-первых, указывается, какую продукцию производит данное предприятие и какие услуги оно оказывает; выделяются основные ведущие виды продукции или услуг и показывается их процентное соотношение.

Во-вторых, для прогнозирования будущих доходов предприятия важна информация о его рынках сбыта и о том, какое место оно там занимает, об основных потребителях его продукции и их финансовом положении.

В-третьих, необходимо дать информацию о системе снабжения и основных поставщиках.

В-четвертых, в этом разделе приводятся данные о численности персонала предприятия, указывается, сколько человек занято постоянно, а сколько временно или сезонно. Полезно привести данные о квалификации кадров и их текучести.

В-пятых, обязательно дается информация о состоянии управления на оцениваемом предприятии. Эти данные могут быть приведены в виде списка ключевых руководителей с пояснениями о их образовании и карьере.

Если имели место сделки с акциями оцениваемого предприятия, то в данном разделе приводится их описание. При этом отмечается, насколько переход акций от одного собственника к другому отражал их реальную рыночную стоимость.

Заканчивается данный раздел обобщением факторов, которые, на взгляд оценщика, оказывают положительное и отрицательное влияние на стоимость предприятия.

Одним из основных разделов отчета является раздел, посвященный анализу финансового состояния оцениваемого предприятия. Этот раздел обеспечивает подготовку информации для всех трех подходов к оценке: доходного, затратного и рыночного.

В данном разделе анализируются бухгалтерские балансы и отчеты о финансовых результатах предприятия за ряд предшествующих лет, рассчитываются важнейшие финансовые показатели.

Если в бухгалтерскую отчетность вносятся определенные поправки, то это указывается в отчете.

При анализе финансового состояния предприятия и прогнозировании его изменения рассчитывается несколько групп финансовых показателей: показатели ликвидности, структуры капитала, оборачиваемости и рентабельности.

Сравнения могут проводиться по изменяющимся во времени показателям самого оцениваемого предприятия (для выявления тенденций в его развитии), между оцениваемым предприятием и среднеотраслевыми показателями, между оцениваемым предприятием и предприятиями-аналогами.

В отчете дается анализ этих показателей, сам же расчет может приводиться в приложении. Очень важно в отчете прокомментировать, как влияет уровень тех или иных финансовых показателей оцениваемого предприятия на величину его рыночной стоимости. Данные выводы можно поместить в заключение по данному разделу.

Заключительный раздел отчета посвящен методам оценки, которые применялись для оценки данного предприятия. Раздел начинается с обоснования выбора тех или иных методов оценки анализируемого предприятия. После этого излагается логика оценки данного предприятия выбранными методами.

При этом указываются, по возможности, источники используемой информации. Это, например, относится к информации, на основе которой была рассчитана ставка капитализации или ставка дисконта. Обосновывается выбор той или иной величины мультипликатора, внесение поправок на контрольный или неконтрольный характер, поправок на ликвидность. Доказывается их необходимость и размер.

Завершается данный раздел заключением о величине стоимости оцениваемого предприятия. Обычно бывает удобно свести показатели стоимости, полученные разными подходами, в табличную форму, придать им определенный вес и на этой основе вынести заключение о величине стоимости.

Отчет об оценке, кроме основной части, имеет приложения. В них, в частности, указывается заявление об отсутствии личной заинтересованности оценщика, приводятся допущения и оговорки.

В приложении приводятся также копии документов, характеризующих академическое образование и профессиональную подготовку оценщиков, участвующих в написании отчета. Российское общество

оценщиков является многопрофильной организацией, поэтому в отчете указывается конкретная дисциплина, по которой оценщик сертифицирован. В приложении обычно указывается табличная информация, которая обосновывает использование в отчете тех или иных величин.

Тема 15. КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ НЕСОСТОЯТЕЛЬНОСТИ (БАНКРОТСТВА) ПРЕДПРИЯТИЯ

План

15.1. Основные понятия, виды и этапы банкротства предприятия.

15.2. Особенности оценки стоимости имущества предприятия-должника в процессе антикризисного управления.

15.3. Сравнительный подход к оценке стоимости имущества предприятия-должника.

15.4. Имущественный и доходный подходы к оценке стоимости имущества предприятия-должника.

15.1. Основные понятия, виды и этапы банкротства предприятия

Несостоятельность (банкротство) – признанная арбитражным судом неспособность должника в полном объеме удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей.

Внесудебной мерой, направленной на восстановление платежеспособности должника, является досудебная санация.

Банкротство предприятия является результатом одновременного совместного негативного действия внешних и внутренних факторов. По имеющимся оценкам, в развитых странах с устойчивой политической и экономической системой к банкротству на 1/3 причастны внешние факторы и на 2/3 – внутренние.

Внешние факторы платежеспособности могут быть международными, национальными и рыночными.

Международные факторы складываются под влиянием следующих общеэкономических факторов:

- экономической цикличности развития ведущих стран;
- состояния мировой финансовой системы, характеризующегося политикой международных банков.

Национальные факторы оказывают достаточно ощутимое влияние на финансовую состоятельность каждого хозяйствующего субъекта и складываются под влиянием:

- политической стабильности и направленности внутренней политики государства;
- экономико-демографических факторов, которые характеризуются цикличностью экономического развития; уровнем доходов.

Рыночные факторы складываются под влиянием:

- психологических факторов, проявляющихся в привычках, традициях и нормах потребления, предпочтении одних товаров и отрицании других (потребительский выбор);
- научно-технических факторов, определяющих все составляющие процесса производства товара и его конкурентоспособность;
- форм конкуренции, на которые влияют уровень издержек производства, уровень технологий, качество продукции и уровень маркетинга.

Не менее многочисленны и внутренние (эндогенные) факторы платежеспособности, определяющие развитие предприятия и являющиеся результатом его деятельности.

В самом общем виде их можно сгруппировать по пяти основным группам:

1. Конкурентная позиция фирмы – цель, отрасль деятельности, традиции, репутация и имидж, квалификационный состав руководства и персонала, доля рынка и стадия жизненного цикла.

2. Принципы деятельности – форма собственности, организационная структура управления, организация системы управления, инновационная деятельность, организация производства.

3. Ресурсы и их использование – прогрессивность средств и методов производства, длительность производственного цикла, уровень производственных запасов, диверсификация производства.

4. Маркетинговые стратегии и политика – прогрессивность средств и методов производства, длительность производственного цикла, уровень производственных запасов, оборачиваемость средств.

5. Финансовый менеджмент – структура баланса, платежеспособность, ликвидность, соотношение собственных и заемных средств, стоимость капитала, структура имущества, инвестиционная привлекательность, доход на акцию, уровень прибыли и рентабельность.

Выделяют следующие виды банкротства предприятий:

- Реальное (юридическое) банкротство характеризует полную неспособность предприятия восстановить в предстоящем периоде свою платежеспособность.

- Техническое банкротство – состояние неплатежеспособности предприятия, вызванное просрочкой его дебиторской задолженности. Техническое банкротство при эффективном антикризисном управлении предприятием, включая его санирование, может не привести к юридическому его банкротству.

- Умышленное банкротство характеризует преднамеренное создание (или увеличение) руководителем или собственником предприятия его неплатежеспособности; нанесение ими экономического ущерба предприятию в личных интересах или в интересах иных лиц; заведомо некомпетентное финансовое управление. Выявленные факты умышленного банкротства преследуются в уголовном порядке.

- Фиктивное банкротство характеризует заведомо ложное объявление предприятием о своей несостоятельности с целью введения в заблуждение кредиторов для получения от них отсрочки (рассрочки) выполнения своих кредитных обязательств или скидки с суммы кредитной задолженности. Такие действия также преследуются в уголовном порядке.

В целом процесс вывода предприятия из кризисного состояния (с использованием банкротства как антикризисного инструмента) выглядит следующим образом:

Этап 1. Мониторинг экономического состояния предприятия предполагает анализ его финансовой отчетности и аудит предприятия.

Этап 2. Экспресс-анализ (диагностика) эффективности возможных реорганизационных и антикризисных мероприятий. В результате осуществляется выбор наиболее эффективного комплекса мероприятий.

Этап 3. Проведение процедур финансового оздоровления, в том числе реструктуризации долгов, реорганизации бизнеса.

Этап 4. Использование процедур, предусмотренных банкротством, в том числе возбуждение дела в арбитражном суде, введение наблюдения и назначение временного управляющего. Установление требований кредиторов и выбор дальнейших процедур.

Этап 5. Введение (продление) внешнего управления и назначение внешнего управляющего; мораторий на долги; разработка и реализация плана внешнего управления, вычленение из бизнеса должника рентабельных производств и создание новых акционерных обществ, накопление ресурсов для расчетов с кредиторами.

Этап 6. Введение конкурсного производства и назначение конкурсного управляющего; продажа бизнеса и ликвидация должника с частичным или полным погашением кредиторской задолженности.

Этап 7. Расчеты с кредиторами из средств, которые удалось выручить в ходе финансового оздоровления, внешнего управления и конкурсного производства на основе принятого мирового соглашения.

Этап 8. Функционирование реорганизованного предприятия (в случае успешного завершения процедуры внешнего управления) или нового предприятия (при продаже бизнеса в конкурсном производстве).

Таким образом, процедура банкротства является способом оздоровления экономики.

15.2. Особенности оценки стоимости имущества предприятия-должника в процессе антикризисного управления

Правовой основой оценки предприятий в процессе антикризисного управления являются правовые положения, сформулированные в различных законодательных и нормативных документах. Основными из них являются Указ Президента Республики Беларусь от 13 октября 2000 г. № 615 «Об оценочной деятельности в Республике Беларусь» и Закон Республики Беларусь от 18 июля 2000 г. № 423-З «Об экономической несостоятельности (банкротстве)».

Оценка активов несостоятельных предприятий и самих предприятий в целом осуществляется на всех этапах антикризисного управления (на этапах досудебной санации, наблюдения, внешнего управления и конкурсного производства). Оценка предприятий и их активов в процессе антикризисного управления имеет свои особенности.

По мнению специалистов Всемирного банка, основными целями института банкротства являются:

- максимизация возмещения, выплачиваемого кредиторам предприятия;
- сохранение жизнеспособных предприятий и организаций, испытывающих временные трудности с платежеспособностью;
- стабильность очередности удовлетворения требований при переходе от нормального финансового состояния к банкротству.

Банкротство предполагает несколько процедур. С момента открытия арбитражным судом дела о банкротстве предприятия в отношении него вводится процедура наблюдения.

Затем предприятие может пройти через процедуры финансового оздоровления и внешнего управления.

В случае окончательного признания предприятия банкротом в отношении него открывается конкурсное производство (возможна также процедура мирового соглашения).

Конкурсное производство заключается в продаже всей (или необходимой части) конкурсной массы (т. е. имущества, предназначенного для продажи с целью удовлетворения требований кредиторов) и распределении полученных средств среди кредиторов согласно установленной законом очередности.

Перед продажей имущество предприятия проходит инвентаризацию и оценку. Оценка в данном случае производится для цели реализации оцениваемых объектов. При этом эта реализация происходит в ограниченные сроки и чаще всего специфическим путем – путем продажи с аукциона. Это вносит в процесс оценки имущества предприятий-банкротов множество специфических черт, требующих отдельного рассмотрения и учета.

Первая проблема заключается в необходимости ускоренной реализации имущества, при которой имеет место несовпадение для части имущества типичных сроков экспозиции и фактически возможных сроков экспозиции в рамках конкурсного производства.

Срок экспозиции определяется как период времени, начиная с даты представления на открытый рынок (публичная оферта) объекта оценки до даты совершения сделки с ним. Времени экспозиции для многих объектов в условиях конкурсного производства недостаточно. Для многих объектов (например, крупных объектов недвижимости, некоторых видов технологического оборудования и других) он недостаточен, т. е. имеет место ускоренная продажа. Для осуществления ускоренной продажи объект необходимо продавать со скидкой. Стоимость его в условиях ускоренной (вынужденной) продажи будет ликвидационной стоимостью.

Вторая проблема заключается в том, что зачастую в составе имущества предприятия-банкрота имеются активы, которые в силу своей специфики обладают полезностью, ограниченной конкретным видом их использования или конкретными пользователями, и которые редко продаются (если продаются вообще) на открытом рынке, помимо продажи их в качестве части предприятия (специализированные активы), и активы, отчуждение которых другому лицу юридически невозможно. Определить для данных активов значение рыночной стоимости не представляется возможным.

Третья проблема, наиболее сложная, связана с оценкой ликвидационной стоимости, т. е. стоимости объекта оценки в случае, если он должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов.

Решением первой и второй из названных проблем может быть проведение классификации имущества, входящего в конкурсную массу.

Для этого необходимо проанализировать возможность отчуждения имущества.

Это могут быть лицензии на использование интеллектуальной собственности, гудвилл и другие подобные объекты. Такие активы выделяются в отдельную группу. Стоимость их для целей конкурсного производства равна нулю.

В отдельную группу выделяются активы, для которых установлен особый порядок реализации, – социально значимые объекты (школы, детские сады, ясли, больницы и т. д.) и жилищный фонд социального использования. Для этих объектов Законом Республики Беларусь «Об экономической несостоятельности (банкротстве)» установлен особый порядок реализации, отличный от других объектов. Соответственно для них должна определяться специальная стоимость исходя из данного порядка реализации. В большинстве случаев она также равна нулю, поскольку данные объекты обычно убыточны и в соответствии с этим Законом должны быть переданы в муниципальную собственность безвозмездно.

Затем производится выделение специализированных активов. Поскольку данные активы имеют очень небольшую вероятность продажи как самостоятельные объекты на открытом рынке, для них необходимо либо найти комплекс, в составе которого целесообразно осуществлять их продажу, либо рассчитывать утилизационную стоимость, т. е. стоимость объекта, рассматриваемого как совокупность материалов и (или) составных частей, содержащихся в нем.

В качестве утилизационной стоимости также выступает стоимость объекта, когда он может быть перестроен, преобразован для нового использования, аналогичного прежнему, или совершенно другого. В крайнем случае утилизационная стоимость объекта может быть представлена его скраповой стоимостью, т. е. стоимостью утиля или стоимостью сырья для переработки.

Оставшиеся активы, которые могут быть проданы на открытом рынке, целесообразно разбить на две группы по степени ликвидности. Критерием в данном случае является соотношение типичного срока экспозиции с требуемым.

Активы, типичный срок экспозиции которых продолжительнее, подлежат оценке по ликвидационной стоимости. Активы, типичный срок экспозиции которых короче, – по рыночной стоимости.

Можно выделить три основных подхода к оценке стоимости предприятия: сравнительный, имущественный и доходный.

15.3. Сравнительный подход к оценке стоимости имущества предприятия-должника

Сравнительный подход к оценке предприятия базируется на сопоставлении стоимости оцениваемого предприятия со стоимостями сопоставимых предприятий. В рамках этого направления используются следующие методы оценки стоимости предприятия:

- рынка капитала;
- сравнительного анализа продаж;
- отраслевых коэффициентов.

Метод рынка капитала основан на рыночных ценах акций предприятий, сходных с оцениваемым. Действуя по принципу замещения, инвестор может вложить средства либо в аналогичное предприятие, либо в оцениваемое. Поэтому данные о стоимости сопоставимых аналогичных предприятий при соответствующих коррективах могут послужить ориентирами для определения стоимости оцениваемого предприятия. Для реализации этой методики необходима достоверная и детальная финансовая и рыночная информация по группе сопоставимых предприятий.

Основное преимущество данной методики заключается в том, что она отражает текущую реальную практику хозяйствования. Однако эта методика основана на прошлых событиях и не принимает в расчет будущие условия хозяйствования предприятия, что является ее основным недостатком.

Метод сравнительного анализа продаж является частным случаем метода рынка капитала и основан на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сопоставимых предприятий или анализе цен приобретения предприятия целиком.

Основным отличием данного метода от метода рынка капитала является то, что первый определяет уровень стоимости контрольного пакета акций, тогда как второй – стоимость предприятия на уровне неконтрольного пакета акций.

Метод отраслевых коэффициентов используется для ориентировочных оценок стоимости предприятий. Опыт западных фирм свидетельствует, что:

- бухгалтерские фирмы и рекламные агентства продаются соответственно за 0,5–0,7 годовой выручки;
- заправочные станции – за 1,2–2,0 месячной выручки;
- предприятия розничной торговли – за 0,75–1,5 суммы чистого годового дохода, стоимости оборудования и запасов;

- рестораны и туристические агентства – за 0,25–0,5 и 0,04–0,1 годовой валовой выручки соответственно;
- машиностроительные предприятия – за 1,5–2,5 суммы чистого годового дохода и стоимости запасов.

Широко известно также «золотое правило» оценки предприятий для некоторых промышленных отраслей экономики: покупатель не заплатит за предприятие более четырехкратной величины среднегодовой прибыли до налогообложения.

Оценка рыночной стоимости активов предприятия при банкротстве должна осуществляться с преимущественным применением сравнительного (рыночного) подхода, поскольку она проводится для цели реализации объекта оценки.

Что же касается ликвидационной стоимости, то в общем случае она определяется обычно как рыночная стоимость объекта за вычетом скидки на вынужденный (ускоренный) характер продажи. Последняя может определяться различными способами и составляет обычно от 20 до 50%.

Оценка ликвидационной стоимости предприятия в ситуации банкротства имеет ряд особенностей, обусловленных в основном характером самой ситуации.

В частности, этот вид оценки относится к так называемым активным видам, когда на основе полученных результатов многими заинтересованными сторонами принимаются соответствующие управленческие решения. К активным видам относятся оценки, связанные с конкретными сделками купли-продажи, страхования.

Существует также высокая степень зависимости третьих сторон от результатов оценки ликвидационной стоимости предприятия.

В ситуации банкротства заказчиками и пользователями оценки являются, как правило, разные субъекты. Ими обычно бывают третьи стороны (кредиторы, инвесторы, судебные органы), которые не имели отношения к постановке задачи оценки и постоянно полагаются на ее выводы в случае принятия управленческих решений. Они не имеют постоянного контакта с экспертом-оценщиком и, не зная условий задания на оценку, могут негативно интерпретировать результаты этой оценки, выполненные экспертом.

Оценка ликвидационной стоимости производится в следующих случаях:

- при оценке доли собственности, составляющей контрольный пакет акций;
- прибыль предприятия от производственной деятельности невелика по сравнению со стоимостью ее чистых активов;

- принято решение о ликвидации предприятия;
- предприятие находится в состоянии банкротства.

При упорядоченной ликвидации распродажа активов осуществляется в течение разумного периода, для того чтобы можно было получить высокие цены от продажи активов.

Упорядоченной ликвидации активов соответствует понятие «упорядоченная ликвидационная стоимость предприятия».

В отличие от упорядоченной существует принудительная ликвидация, когда активы распродаются так быстро, как это возможно, часто одновременно и на одном аукционе. Принудительной ликвидации соответствует принудительная ликвидационная стоимость.

В случае принятия решения о прекращении существования предприятия определяется ликвидационная стоимость прекращения существования активов предприятия. При этом активы не продаются, а списываются и уничтожаются, а на данном месте строится новое прогрессивное предприятие, способное дать значительный экономический или социальный эффект. Здесь стоимость предприятия представляет собой отрицательную величину, так как требует от владельца предприятия определенных затрат на ликвидацию активов.

При расчете ликвидационной стоимости в случае ликвидации предприятия к скорректированной рыночной стоимости необходимо прибавить затраты на его ликвидацию. Они включают в себя комиссионные риэлторов, оценщиков и юристов, административные издержки по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации, выходные пособия и выплаты, и др.

При расчете ликвидационной стоимости, вырученной от продажи активов, денежная сумма, очищенная от соответствующих затрат, дисконтируется на дату оценки по соответствующей ставке, учитывающей связанный с этой продажей риск. Как правило, ликвидационная стоимость предприятия как целого меньше, чем сумма выручки, полученная от раздельной распродажи его активов.

При формулировании окончательного вывода о ликвидационной стоимости предприятия необходимо проанализировать еще раз факторы, имеющие отношение к собственно имуществу, и расходы, связанные с уровнем управления предприятием.

Если банкротство предприятия обусловлено низким уровнем управления, то это обстоятельство не должно негативно отразиться на ликвидационной стоимости предприятия.

Если причинами банкротства являются высокая степень износа активной и пассивной частей активов предприятия, его местоположение,

то эти факторы существенно снизят уровень ликвидационной стоимости предприятия.

При оценке ликвидационной стоимости необходимо разобраться в причинах банкротства, прежде чем формулировать окончательное мнение об оценке.

15.4. Имущественный и доходный подходы к оценке стоимости имущества предприятия-должника

Имущественный подход к оценке предприятия основан на анализе его активов и включает в себя следующие методы:

- накопления активов;
- скорректированной балансовой стоимости,
- стоимости замещения,
- ликвидационной стоимости.

Все методики расчета базируются на единой информационной базе – балансе предприятия – и позволяют рассчитать разные стоимости предприятия. Эти виды стоимости имеют различные количественные выражения и необходимы для принятия определенных управленческих решений при антикризисном управлении. Например, при продаже предприятия его рыночную стоимость определяют по методике накопления активов; при обосновании строительства нового предприятия применяют методику замещения.

Основное преимущество имущественного подхода состоит в том, что он базируется на реально существующих активах и затратах. В то же время методы этого направления статичны, они не учитывают перспективы развития предприятия, его будущую доходность.

Доходный подход к оценке стоимости предприятия базируется на определении текущей стоимости будущих доходов, в основе чего лежит методика капитализации дохода.

Капитализация означает превращение потока дохода в параметр стоимости (C) путем деления или умножения потока дохода (D) на факторы, называемые соответственно коэффициентом капитализации (K) или мультипликатором (M). Основные формулы при этом выглядят следующим образом:

$$C = \frac{D}{K};$$

$$C = D \cdot M .$$

Существуют методы капитализации дохода предприятия. Наиболее часто используются методы капитализации фактических и потенциальных дивидендов и мультипликаторов.

Суть метода капитализации фактических и потенциальных дивидендов заключается в анализе рыночной информации о дивидендной отдаче в сопоставимых предприятиях данной отрасли и использовании ее для определения стоимости оцениваемого предприятия. При этом дивидендная отдача рассчитывается как отношение ежегодных дивидендов на одну акцию к рыночной цене этой акции, выраженной в процентах.

Содержание метода мультипликаторов заключается в том, что анализируются сделки купли-продажи по сопоставимым предприятиям отрасли и выявляются на дату оценки значения мультипликаторов

$\frac{\text{Цена}}{\text{Прибыль}}$ и $\frac{\text{Цена}}{\text{Выручка}}$. Затем, зная значение прибыли или выручки оцениваемого предприятия, умножают их на тот или другой мультипликатор.

Рассмотренные методы оценки предприятий не используются изолированно, а взаимно дополняют друг друга. Для оценки предприятия применяют, как правило, несколько методов из разных направлений. Результаты оценок, полученные с их помощью, сопоставляют для определения окончательной оценки.

Тема 16. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ В ОСОБЫХ ЦЕЛЯХ

План

16.1. Виды деятельности по стратегическому направлению реструктурирования предприятий.

16.2. Место и роль оценки при проведении реструктуризации.

16.3. Специфика оценки долгосрочных финансовых вложений и непрофильного бизнеса как объектов реструктуризации.

16.4. Специфика оценки компании (бизнеса) в случае слияния, поглощения, разукрупнения.

16.1. Виды деятельности по стратегическому направлению реструктурирования предприятий

Процесс экономической деятельности обусловлен спецификой формирования рыночных отношений на существующем этапе развития экономики. Этапы развития рыночных взаимоотношений предполагают постановку определенных целей и задач, при этом в современных условиях хозяйствования приоритет отдается задаче, заключающейся в максимальном получении дохода на вложенный капитал.

В связи с постоянной динамикой развития бизнес компании также должен перестраиваться. Возможность перестройки обуславливает процесс реструктуризации. При этом реструктуризация в макроэкономическом смысле представляет собой определенный этап развития экономики, характеризующийся качественным изменением типов экономических субъектов и их экономическим поведением. Реструктуризация в микроэкономическом смысле связана, в первую очередь, с изменениями, происходящими в организации.

Реструктуризация – это эффективное использование производственных ресурсов, приводящее к увеличению стоимости предприятия.

Цель реструктуризации – повышение стоимости акционерного капитала за счет изменения структуры активов; аккумуляция средств на главных направлениях развития бизнеса и сохранение корпоративного контроля.

Процесс реструктуризации связан с поиском внутренних и внешних источников развития предприятия.

Внутренние факторы основаны на выработке операционной, инвестиционной и финансовой стратегий создания стоимости за счет собственных и заемных источников финансирования; внешние – на реорганизации видов деятельности и структуры предприятия.

Возможность реструктурирования появляется тогда, когда между стоимостью, которой обладает организация в настоящее время (текущей стоимостью), и потенциальной стоимостью, достижимой при изменении ряда обстоятельств, существует так называемый стоимостный разрыв.

Стоимостный разрыв – разница между текущей стоимостью предприятия при существующих условиях и текущей стоимостью предприятия после реструктуризации.

Многие предприятия, активно используя стратегии внутреннего роста для максимальной реализации намеченных планов, а также со-

хранения компании как действующей, стремятся привлечь внешние факторы роста. Данное направление процесса реструктуризации называют стратегическим направлением реструктурирования.

Виды деятельности по стратегическому направлению реструктурирования предприятия включают:

- расширение (слияние, присоединение);
- сокращение (разделение, выделение);
- преобразование акционерного капитала.

Стратегическое направление реструктурирования имеет целью увеличение стоимости акционерного капитала за счет:

- приобретения действующих предприятий (легче приобрести контроль над действующим предприятием, чем создать новое);
- получения управленческих, технологических, производственных выгод в случае объединения различных предприятий;
- эффекта диверсификации и снижения риска при объединении предприятий различного профиля деятельности;
- конкурентного потенциала;
- синергического (системного) эффекта, который возникает, если свойства системы в целом превосходят простую сумму свойств отдельных ее элементов.

В мировой практике накоплен значительный опыт по реализации и оценке сделок по слиянию (присоединению). Данные сделки проводятся под контролем антимонопольного комитета и должны удовлетворять следующим условиям:

- в обмене с обеих сторон участвуют обыкновенные акции;
- запрещены условные платежи;
- компания, участвующая в сделке, должна иметь опыт работы как самостоятельная единица не менее двух лет;
- поглощаемая компания не должна избавляться от значительной доли активов присоединенной компании в течение двух лет;
- для принятия решения требуется согласие, как правило, не менее 2/3 акционеров.

Понимая под объектом, подлежащим реструктуризации, компанию, можно сказать, что под реструктуризацией объекта, в первую очередь, будет пониматься изменение его структуры. Под структурой понимается совокупность устойчивых связей объекта, обеспечивающих его целостность и тождественность самому себе, при этом структура является основой, позволяющей сохранить базисные свойства объекта в условиях внешних и внутренних изменений. Элементы, образующие объект, выполняют определенные функции. Это мо-

гут быть функции, способствующие объединению элементов в целостную систему и способствующие ее успешному функционированию и развитию.

Элементами, формирующими имущественный комплекс, и, как следствие, элементами, формирующими компанию, являются активы и обязательства. Таким образом, объекты реструктуризации на первом этапе – активы и обязательства, являющиеся своеобразным «обременением» бизнеса. При этом выделяются следующие направления работ в рамках реструктуризации.

Реструктуризация активов – изменение условий использования активов с целью повышения экономической эффективности деятельности компании и (или) получение непосредственного экономического эффекта от мероприятий по реструктуризации.

Реструктуризация обязательств – изменение условий погашения обязательств с целью повышения экономической эффективности деятельности компании, а также получение непосредственного экономического эффекта от мероприятий по реструктуризации.

У любой компании существуют бизнес-направления, в рамках которых действует одна бизнес-единица или их совокупность. Таким образом, объектами реструктуризации на втором этапе реструктуризации являются бизнес-единицы.

Выполнение работ по реструктуризации можно представить в виде следующих этапов работ:

- Определяется перечень объектов, формирующих имущественный комплекс компании.
- Выделяются объекты, подлежащие реструктуризации.
- Проводится сбор информации по реструктурируемым объектам.
- Выделяются первоочередные для работы объекты, реструктуризация которых принесет наибольший экономический эффект.

В качестве базовой модели расчета стоимости предприятия в целях реструктурирования применяется метод дисконтирования денежных потоков, так как он позволяет учитывать будущие изменения в денежных потоках предприятия.

При оценке предполагаемого плана реструктурирования необходимо составить прогноз чистых денежных потоков после уплаты налогов, связанных с текущей деятельностью компании без учета финансовых издержек реорганизации. В данном случае реструктури-

зацию можно рассматривать как вариант капиталовложений с первоначальными затратами и ожидаемой в будущем прибылью.

16.2. Место и роль оценки при проведении реструктуризации

Все изменения стоимости компании могут быть выражены в виде определенного финансового результата. Исходя из того, что цель реструктуризации заключается в увеличении стоимости, процедура оценки позволяет получить информацию о возможном изменении данного финансового результата. Таким образом, оценка в рамках процесса реструктуризации представляет собой практический инструмент, позволяющий получать результат, на основании которого можно принимать оптимальные управленческие решения.

В практической деятельности задача проведения оценки заключается в формировании вывода о стоимости оцениваемого объекта с учетом возможных вариантов реструктуризации. При этом процесс оценки двунаправлен.

С одной стороны, оценка позволяет получить информацию об изменении стоимости компании, на балансе которой находятся объекты, попадающие под реструктуризацию,

С другой стороны, оценка позволяет получить информацию о стоимости данных объектов исходя из выбранных вариантов реструктуризации.

Цель оценки может быть определена исходя из конкретной ситуации. Как правило, конечной целью оценки в рамках реструктуризации является определение стоимости оцениваемого объекта исходя из возможных вариантов его использования (продажа, инвестиции, выход и распродажа по частям и т. п.).

В большинстве случаев в ходе оценки определяется рыночная стоимость объекта, которая представляет собой наиболее вероятную цену, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства. Но также при условии различных вариантов использования объекта и формирования различных предложений по реструктуризации могут определяться инвестиционная, ликвидационная, фундаментальная (действительная) стоимости. При этом необходимо учитывать, что определенная величина стоимости не является фиксированной. Разброс в значениях может быть весьма значительным в зависимости от варианта использования объекта.

При формировании вывода о рыночной стоимости того или иного объекта необходимо учитывать влияние платежеспособного спроса на определенный момент времени. Например, объект оценки – коммерческая недвижимость (магазин), находящийся на балансе оцениваемого бизнеса. С точки зрения затрат на создание аналогичного объекта (например, инвестиций в строительство), полученная стоимость в г. Минске и в г. Мозыре одинакова, но реально реализовать оцениваемый объект в г. Мозыре можно по цене значительно меньшей, чем в г. Минске.

Проведение оценочных работ включает в себя осуществление следующих этапов работ:

- определение объекта оценки;
- выбор всех возможных вариантов реструктуризации для оцениваемого объекта;
- формирование задач и подхода к оценке;
- определение вида оцениваемой стоимости;
- фиксация количественных и качественных характеристик объекта оценки;
- выбор и обоснование метода (методов) оценки в рамках каждого из подходов к оценке;
- осуществление необходимых расчетов;
- обобщение результатов, полученных в рамках каждого из подходов к оценке;
- определение итоговой величины стоимости объекта оценки.

В зависимости от возможных действий с объектами, подлежащими реструктуризации, методы реструктуризации объединяются в следующие группы:

- методы, связанные с отчуждением актива;
- методы, связанные с фиксацией актива на балансе.

В рамках каждой из обозначенных групп выделяются методы реструктуризации.

Методы реструктуризации обязательств устанавливаются в зависимости от сущности объекта. Очевидно, что задачи реструктуризации дебиторской и кредиторской задолженности отличаются. По отношению к дебиторской задолженности задачей является достижение максимального экономического эффекта путем получения максимально возможной суммы от права требования. По отношению к кредиторской задолженности задачей является достижение максимального экономического эффекта путем минимизации издержек, связанных с ее погашением.

Необходимо отметить, что отсрочка или рассрочка платежей по кредиторской задолженности, по сути, представляет собой получение дополнительного заемного финансирования, необходимого для повышения стоимости компании путем реализации инвестиционных проектов.

Финансовый смысл реструктуризации кредиторской задолженности посредством отсрочки или рассрочки долга с позиции кредитора заключается в том, что для него текущая стоимость более ненадежных поступлений по нереструктурированному долгу должна быть равна текущей стоимости более надежных поступлений по реструктурированному долгу, если высвобождаемые в результате реструктуризации для заемщика средства будут использованы рационально и позволят заемщику заработать реальные деньги, которые можно будет направить на погашение отсроченного (рассроченного) долга.

Таким образом, по отношению к дебиторской задолженности методами реструктуризации являются продажа, переуступка права требования, погашение с дисконтом, отсрочка или рассрочка, списание, взаимозачет. По отношению к кредиторской задолженности методы реструктуризации – списание, отсрочка или рассрочка долга с последующим списанием, признание задолженности недействительной.

16.3. Специфика оценки долгосрочных финансовых вложений и непрофильного бизнеса как объектов реструктуризации

Оценка долгосрочных финансовых вложений и непрофильного бизнеса как объектов реструктуризации имеет определенную специфику.

Долгосрочные финансовые вложения – доли владения компании в иных юридических лицах, различных организационно-правовых форм.

Критерии выбора объектов долгосрочных финансовых вложений, подлежащих реструктуризации, следующие:

- потенциальный интерес для компании,
- «потенциальная» доходность объекта (как правило, в силу недооцененного качества менеджмента фактическая доходность может быть низкой или представлять собой отрицательную величину),
- «контролируемость» объекта компанией.

Исходя из степени контролируемости, долгосрочные финансовые вложения подразделяются на следующие основные группы:

- ликвидные долгосрочные финансовые вложения (контролируемые (более 51%);

- частично контролируемые (более 20%);
- неконтролируемые (менее 10% акций));
- неликвидные долгосрочные финансовые вложения (вложения в предприятия-банкроты, объекты, финансовые вложения, на которые отсутствует документально подтвержденное право собственности).

Как правило, значительную часть финансовых вложений, контролируемых компанией, занимают финансовые вложения, образовавшиеся как вклады в уставный капитал бывших структурных подразделений компании, выделившихся в процессе приватизации. В данном случае значимость приобретает оценка прав собственности с точки зрения детального рассмотрения вопроса контроля.

Вариантами реструктуризации объектов долгосрочных финансовых вложений являются:

- реализация;
- инвестиции в объект долгосрочных финансовых вложений (если компания контролирует объект) с целью увеличения стоимости и последующая реализация;
- фиксация на балансе, установление четкой и прозрачной схемы формирования финансовых потоков, последующее выделение в иное юридическое лицо (например, создание мини-холдинга с законченным производственным циклом);
- выход из общества, возвращение на баланс вложенного имущества с последующей реализацией;
- прочее.

Также имеется специфика оценки непрофильного бизнеса в процессе реструктуризации компании.

Под непрофильным бизнесом в структуре компании понимается непрофильная деятельность компании, при этом данная деятельность может быть убыточной или прибыльной.

Вариантами реструктуризации непрофильного бизнеса являются:

- консервация;
- выделение в отдельное юридическое лицо с последующей фиксацией на балансе как объекта долгосрочных финансовых вложений;
- выделение в отдельное юридическое лицо и последующая реализация;
- выделение в отдельное юридическое лицо и последующая сдача в аренду;
- реализация непрофильного бизнеса через распродажу активов по рыночной стоимости;

- ликвидация;
- прочее.

16.4. Специфика оценки компании (бизнеса) в случае слияния, поглощения, разукрупнения

Правила определения эффективности и привлекательности сделки по слиянию компаний могут объясняться как приобретение компании из растущей отрасли или приобретение компании по цене ниже балансовой стоимости. При проведении оценки требуется учет достаточно большого количества факторов.

При определении методики расчета экономического эффекта от слияния руководствуются западными источниками информации в силу ограниченности чистых сделок по слиянию. Наиболее распространенными методами оценки являются EPS (с англ. Earnings per share – «прибыль на акцию») и NPV (с англ. Net Present Value – «чистая приведенная стоимость»). При этом использование метода EPS в нашей действительности затруднено и зачастую невозможно (фондовый рынок не имеет достаточного развития на настоящий момент времени, существует ограниченное количество единичных сделок).

Остановимся на использовании методов, которые позволяют осуществлять расчеты, фиксируя сделку по приобретению бизнеса как отдельного инвестиционного проекта, обладающего по своей сути доходной и затратной частью. При этом среди существующих инструментов оценки наиболее эффективными в практическом использовании могут являться методы оценки, базирующиеся на опционах, и метод NPV.

Для оценки целесообразности слияния, поглощения рассмотрим опцион расширения. Допускаем, что у нас имеются необходимые инвестиционные ресурсы для приобретения компании. Тогда появляется право, но не обязанность расширения производства. При хороших условиях мы исполним опцион. Проект с возможностью расширения стоит больше, чем с теми же характеристиками, но без опциона.

Данная модель позволяет принимать решение о необходимости и целесообразности осуществления сделки по слиянию (поглощению).

При использовании метода NPV особое внимание необходимо уделить следующим моментам: будущие денежные потоки, которые будут приноситься после поглощения (как и для модели Блэка Шоулса), должны учитывать следующее:

- любые эффекты синергии без учета финансовых издержек (так как задача состоит в вычленении будущей финансовой структуры поглощения из его общей ценности как инвестиции);

- применяемая ставка дисконтирования должна представлять собой стоимость капитала для поглощаемой компании;
- расчет инвестиций должен осуществляться с учетом их приведения к денежному эквиваленту (необходимо помнить, что средством платежа, используемым при поглощении, могут являться ценные бумаги (акции или облигации) или долговые обязательства).

Особое внимание в рамках оценки при слияниях и поглощениях необходимо уделить аспекту сделки. Для анализа и оценки рисков необходимо четко понимать, что является предметом сделки: активы поглощаемой компании (как активы, формирующие ее бизнес) или акции компании.

Если предметом сделки выступают акции компании, необходимо учитывать, что в данном случае покупатель может приобрести и долговые обязательства компании. В этом случае необходима корректировка полученной расчетной величины стоимости на сумму долговых обязательств.

Тема 17. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ В СИСТЕМЕ АНТИКРИЗИСНОГО УПРАВЛЕНИЯ

План

17.1. Государственное антикризисное регулирование деятельности хозяйствующих субъектов.

17.2. Диагностика финансового состояния предприятия в антикризисном управлении.

17.3. Место и роль оценки бизнеса в системе антикризисного управления.

17.4. Оценка бизнеса на разных стадиях арбитражного управления.

17.1. Государственное антикризисное регулирование деятельности хозяйствующих субъектов

Формы государственного регулирования деятельности хозяйствующих субъектов подразделяют на экономические и правовые.

Экономические методы государственного регулирования условно можно подразделить на две группы:

1. Методы прямого регулирования – налогообложение; предоставление льгот, субвенций, целевой помощи регионам и отраслям, гарантий, государственного заказа; протекционизм (по отношению к

отечественным товаропроизводителям); осуществление целевых программ социально-экономической направленности и пр.

2. Методы нормативного воздействия – законодотворчество в экономической сфере как способ установления норм взаимодействия хозяйствующих субъектов, межбюджетное взаимодействие центра и субъектов, формирование отношений, связанных с управлением собственностью. С одной стороны, это акционеры должника, которые ослабили контроль за деятельностью наемного работника – менеджера, систематически не выполняли требований к организации данных отношений, диктуемых рынком, с другой – это отношения с кредиторами, предоставившими дополнительные ресурсы для развития хозяйствующего субъекта.

Особая роль среди методов государственного регулирования экономики принадлежит методам программно-целевого управления. На их базе проводятся структурные преобразования экономики. Речь идет о целевом формировании прежде всего инфраструктурных компонентов рыночной экономики.

Антикризисное управление – это система взаимосвязанных методов и приемов управления предприятием, направленная на предупреждение или устранение неблагоприятных для бизнеса кризисных явлений. Антикризисное управление отличается от традиционных форм, методов и технологий менеджмента. Эти отличия объясняются основной целью антикризисного управления – обеспечением устойчивого положения предприятия на рынке в любой экономической, социальной и политической ситуации.

В ходе антикризисного управления применяются такие методы, которые позволяют устранить временные финансовые затруднения и решить текущие проблемы фирмы. Главное в антикризисном управлении – своевременная и действенная реакция на существенные изменения внешней среды на основе заранее разработанных альтернативных программ.

Антикризисное управление нацелено на то, что даже в сложной ситуации, в которой оказалось предприятие, даже на грани банкротства можно было бы ввести в действие такие управленческие и финансовые механизмы, которые бы позволили выбраться из трудностей с наименьшими для предприятия потерями.

Антикризисное управление включает в себя комплекс мероприятий от предварительной диагностики кризиса до методов по его устранению и преодолению.

Методы антикризисного регулирования деятельности предприятия следующие:

- превентивные меры по предупреждению кризиса и банкротства;
- финансовое оздоровление субъекта;
- досудебная санация;
- процедура банкротства субъекта.

Современная система антикризисного управления неотделима от стоимостной оценки, позволяющей своевременно предоставлять менеджерам необходимую информацию о динамике стоимости как предприятия в целом, так и отдельных видов активов и обязательств.

Оценивая рыночную стоимость предприятия, можно с достаточно высокой степенью точности определить, насколько успешно оно в своей деятельности. Так, например, увеличение рыночной стоимости предприятия означает, что предприятие находится на стадии роста, развивается производство, расширяется сбытовая сеть, предприятие осваивает новые рынки сбыта.

И напротив, снижение рыночной стоимости предприятия является главным индикатором неблагоприятного положения дел (предкризисного состояния, банкротства). В связи с этим принятие верных управленческих решений невозможно без информации о стоимости бизнеса.

17.2. Диагностика финансового состояния предприятия в антикризисном управлении

Диагностика финансового состояния предприятия осуществляется в следующем порядке:

1. *Состояние реализации и производства продукции.* Это определяющий показатель состоятельности предприятия, который характеризуется объемом продукции, произведенной и реализованной в отчетном периоде. Оценка состояния производства и реализации продукции предприятия включает в себя изучение динамики производства и реализации продукции, устойчивости ее производства и сбыта, расчетов с потребителями продукции, состава и структуры выпускаемой продукции и ее конкурентоспособности.

2. *Состав и структура выпускаемой продукции.* В состав товарной продукции включаются основная продукция, работы промышленного характера, товары народного потребления, прочая продукция. Структура продукции отображает удельный вес отдельных видов продукции в общем объеме. Сохранение пропорций между отдельными видами продукции характеризует устойчивое состояние производства. Снижение удельного веса основных видов продукции является индикатором спада производства.

3. *Конкурентоспособность продукции* – это комплекс потребительских и стоимостных характеристик, определяющих преимущества товара в условиях широкого предложения товаров-аналогов. Оценка конкурентоспособности и рыночной привлекательности выпускаемой продукции основывается на анализе емкости рынка выпускаемой продукции, ассортимента выпускаемых изделий, определении соответствия отпускных цен на продукцию ее конкурентным характеристикам.

4. *Наличие и эффективность использования производственных ресурсов*. Состав производственных ресурсов: трудовые ресурсы, внеоборотные активы, оборотные активы.

Оценка обеспеченности предприятия трудовыми ресурсами и их использования должна осуществляться для диагностики социального банкротства, которое выражается в снижении численности, уровня квалификации работников, заработной платы.

В процессе оценки стоимости и структуры внеоборотных активов необходимо определить их удельный вес в стоимости имущества, структуру внеоборотных активов по следующим видам: нематериальные активы, основные средства, незавершенное строительство, долгосрочные финансовые вложения.

Оценка оборотных активов осуществляется с позиций ликвидности и возможности их мобилизации для погашения кредиторской задолженности.

5. *Оценка финансового результата деятельности*. Финансовые результаты деятельности предприятия оцениваются с помощью абсолютных и относительных показателей.

К абсолютным показателям относятся прибыль (убыток) от реализации продукции (работ, услуг), прибыль (убыток) от прочей реализации, доходы и расходы от внереализационных операций, балансовая (валовая) прибыль, чистая прибыль. Эти показатели отображают абсолютную прибыль хозяйствования.

К относительным показателям относятся различные соотношения прибыли и затрат (или вложенного капитала). Эти показатели отображают прибыль, получаемую с каждого рубля средств (собственных или заемных), вложенных в предприятие.

Основными задачами оценки финансового результата при диагностике неплатежеспособности являются оценка динамики показателей прибыли и рентабельности за анализируемый период, анализ источников и структуры балансовой прибыли, выявление резервов повышения прибыли и уровня рентабельности.

6. *Финансовое состояние предприятия и его финансовая устойчивость*. Финансовое состояние предприятия характеризуется системой

показателей, отображающих наличие, размещение и использование финансовых ресурсов предприятия. Задачами оценки финансового состояния предприятия являются оценка имущественного состояния предприятия, стоимость, структура и источники формирования имущества, оценка направлений использования финансовых ресурсов, определение показателей финансовой устойчивости и автономности предприятия, оценка платежеспособности.

При диагностике причин неплатежеспособности необходимо сделать акцент на выявлении основных направлений оттока финансовых ресурсов от активов, участвующих в производственном процессе, к активам, являющимся нагрузкой на финансовый организм предприятия.

При анализе финансовой устойчивости структура баланса, т. е. соотношение между отдельными разделами актива и пассива баланса предприятия отображает финансовую устойчивость и автономность предприятия на основе расчета следующих финансовых показателей: коэффициента автономии, отношения заемных и привлеченных средств к собственным средствам, степени обеспеченности запасов и затрат собственными оборотными средствами и т. д.

7. Эффективность управления финансовыми ресурсами позволяет установить причины, степень глубины кризиса, возможность повышения конкурентных преимуществ и финансового оздоровления.

Все процессы, происходящие в организации, можно подразделить на две группы: управляемые и неуправляемые.

Управляемые процессы поддаются изменению в определенном направлении при сознательном воздействии на них.

Направленность и характер неуправляемых процессов невозможно изменить по тем или иным причинам.

Управляемые процессы при определенных условиях могут стать неуправляемыми, и наоборот.

Потеря контроля над изменениями показателей ликвидности и рентабельности, согласованностью этих изменений может привести к потере контроля над ситуацией на предприятии вообще и в конечном итоге – к кризису.

17.3. Место и роль оценки бизнеса в системе антикризисного управления

С развитием рыночных отношений возрастает значимость оценки стоимости компании, в частности, в последнее время имеет место повышенное внимание к использованию оценки стоимости в целях ан-

тикризисного управления. Это сравнительно новое направление использования оценки стоимости, имеющее отличительные особенности, которые обусловлены спецификой антикризисного управления.

Для проведения эффективной антикризисной политики управляющий в первую очередь должен определить стоимость кризисного предприятия, а также постоянно следить за ее дальнейшим изменением для определения эффективности применяемых инструментов управления.

Например, в условиях введения на предприятии процедуры внешнего управления необходимость оценки текущей стоимости предприятия и потенциального ее изменения в результате применения той или иной антикризисной стратегии возникает уже на стадии составления плана внешнего управления. Таким образом, одной из основных целей оценки предприятия в процессе антикризисного управления является получение информации о его стоимости.

Оценка бизнеса, проводимая при антикризисном управлении, выполняет следующие функции:

1. Выступает критерием эффективности применяемых антикризисным управляющим мер.

2. Служит исходной информацией для принятия определенных решений в ходе антикризисного (арбитражного) управления, в том числе:

- для определения стоимости имущества, включаемого в конкурсную массу;
- при передаче объектов недвижимости в аренду.

В этом случае оценка стоимости выступает в качестве инструмента антикризисного управления, применение которого позволяет получить объективную информацию о стоимости различных элементов управляемого предприятия.

В рамках антикризисного управления особое значение имеет оценка имущества должника, так как правильно определенная рыночная стоимость имущества, в свою очередь, позволяет с достаточной степенью достоверности оценить возможную выручку от реализации данного имущества.

Оценка имущества предприятия в целях антикризисного управления предполагает расчет различных видов стоимости, в том числе рыночной стоимости, стоимости при существующем использовании, ликвидационной и утилизационной стоимости, инвестиционной, стоимости с ограниченным рынком. Таким образом, один и тот же объект в конкретный момент времени может быть оценен по-разному и иметь неодинаковую стоимость.

Антикризисное управление, в силу своей специфики, ограничивает оценщиков в выборе некоторых видов стоимости.

Балансовая и остаточная стоимости, в силу особенностей расчета (в основе их определения лежат только данные баланса), не показывают реальной стоимости предприятия (или отдельных активов) на рынке и не могут использоваться в качестве критерия эффективности антикризисного управления.

Рассчитывать стоимость воспроизводства или стоимость замещения представляется возможным, но не слишком целесообразным. Дело в том, что главной целью антикризисного (арбитражного) управления считается эффективное управление существующим предприятием, а не строительство нового (данные виды стоимости широко используются в страховом бизнесе).

Обоснованная рыночная стоимость предприятия – один из самых широко используемых в оценочной практике, а также в антикризисном управлении видов стоимости, так как антикризисный управляющий (в идеальном случае) должен начинать свою деятельность на кризисном предприятии с выяснения реальной рыночной стоимости данного имущественного комплекса в целом, а также с определения рыночной стоимости отдельных активов и пассивов предприятия.

Инвестиционная стоимость может быть рассчитана арбитражными управляющими преимущественно на стадии внешнего управления. В такой ситуации предприятие чаще всего продается конкретному инвестору, который в данном случае покупает не набор активов, а будущие доходы, которые предприятие сможет принести ему через определенный период времени.

Налогооблагаемая стоимость для целей антикризисного управления может использоваться антикризисным управляющим при разработке финансового плана и программы финансового оздоровления.

Утилизационная стоимость – стоимость утилизируемых активов предприятия, которые полностью утратили свою первоначальную полезность вследствие полного износа. Утилизационная стоимость должна рассчитываться, например, для определения цены реализации полностью изношенного оборудования.

Стоимость действующего предприятия для целей антикризисного управления целесообразно рассчитывать в том случае, если предприятие находится в начальной фазе развития кризиса, поскольку в этом случае предприятие реально функционирует на рынке и приносит собственнику доход.

Если же предприятие находится в режиме сокращенного воспроизводства или в его отношении осуществляется процедура наблюдения или внешнего управления, то стоимость действующего предприятия можно определить с большой долей условности, поскольку такое предприятие является, как правило, убыточным.

Если предприятие находится на стадии конкурсного производства (заключительная стадия процедуры банкротства), целесообразно сразу рассчитывать ликвидационную стоимость объекта.

Характеризуя особенности оценки стоимости компании в целях антикризисного управления, следует проанализировать принципы оценки, которые являются теоретической базой оценочного процесса на кризисном предприятии.

Принцип полезности может быть использован при оценке кризисного предприятия, например в процессе составления плана внешнего управления, для обоснования внешним управляющим решения о перепрофилировании производства с целью привлечения инвестиций на развитие нового, перспективного производства.

Принцип ожидания должен использоваться при расчете стоимости кризисного предприятия доходным подходом.

Принцип вклада при оценке кризисного предприятия должен более часто использоваться управляющими с целью обоснования принятия решения, например, о переоборудовании цехов, производящих конкурентоспособную продукцию, и демонтаже станков, задействованных в производстве дорогостоящей, но не пользующейся спросом продукции.

Повышенное внимание следует уделить той группе принципов оценки стоимости для целей антикризисного управления, к которой относятся принцип изменения стоимости и принцип экономического разделения. Как известно, ситуация на рынке характеризуется подвижностью и изменчивостью. Соответственно, стоимость оцениваемого предприятия меняется в зависимости от политических, экономических факторов. Кроме того, стоимость предприятия зависит от стадии жизненного цикла, на котором находится предприятие на момент оценки, а также от перспектив развития и времени оценки.

Наличие большого количества принципов отнюдь не означает необходимости их единовременного использования при оценке. В зависимости от целей и, соответственно, от выбранных подходов и методов оценки, антикризисный (арбитражный) управляющий должен определить основные и вспомогательные принципы.

17.4. Оценка бизнеса на разных стадиях арбитражного управления

Оценку стоимости кризисного предприятия оценщик может осуществлять на основе все тех же трех подходов: доходного, затратного (имущественного) и рыночного (сравнительного).

В системе арбитражного управления на стадии внешнего управления первостепенное значение для определения вариантов сценария развития предприятия (если имеется потенциальный инвестор) при составлении плана внешнего управления имеет метод дисконтирования денежного потока. Здесь оценка стоимости выступает как критерий эффективности принятия управленческих решений, так как применение различных наборов антикризисных мер может привести как к снижению, так и к увеличению стоимости предприятия.

При оценке кризисного предприятия может быть применен и метод реальных опционов, так как именно использование данного метода дает возможность определить потенциальную стоимость убыточного предприятия.

Затратный (имущественный) подход применяется для оценки стоимости кризисного предприятия с точки зрения понесенных издержек и включает в себя два основных метода: метод стоимости чистых активов и метод ликвидационной стоимости.

Метод ликвидационной стоимости применяется на стадии конкурсного производства (реже – на стадии внешнего управления) в рамках процедуры банкротства предприятия для определения приблизительного размера конкурсной массы, которая сформируется в результате реализации имущества.

В Стандартах оценки под ликвидационной стоимостью понимается стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок, меньший обычного срока экспозиции аналогичных объектов.

Выделяют три вида ликвидационной стоимости:

- Стоимость принудительной ликвидации, при которой активы распродаются в сжатые сроки с очень большими потерями в стоимости.
- Стоимость упорядоченной ликвидации – активы реализуются в разумные сроки, что обеспечивает максимальный доход от продажи имущества.
- Ликвидационная стоимость прекращения существования активов предприятия, когда активы предприятия не реализуются, а списываются с баланса. В этом случае стоимость может иметь отрицательную величину.

В соответствии с видами ликвидационной стоимости можно выделить следующие основные случаи, когда антикризисному управляющему необходимо использовать данный метод:

- принятие собранием кредиторов решения о введении на предприятии конкурсного производства;
- разработка внешним управляющим плана внешнего управления несостоятельным предприятием и научное обоснование концепции

развития деятельности предприятия в период внешнего управления посредством сравнения результатов оценки стоимости бизнеса, полученных с использованием методов ликвидационной стоимости, стоимости чистых активов, дисконтирования денежных потоков;

- доходы предприятия от всех видов деятельности ничтожны по сравнению со стоимостью его чистых активов;

- принятие решения о ликвидации предприятия собственниками предприятия.

Во всех этих случаях результат оценки стоимости кризисного предприятия, полученный с помощью метода ликвидационной стоимости, будет показывать, какая часть денежных средств останется (если останется) в распоряжении собственника предприятия после погашения всех обязательств.

Если стоимость имущественного комплекса определяется без использования оценочных методов, то возникает большая вероятность искажения реальной стоимости, в результате чего кредиторы предприятия-должника, как правило, недополучают денежные средства в счет погашения своих требований.

Например, если стоимость производственного комплекса, полученная без использования оценочных методов, окажется слишком высокой по сравнению с реальной рыночной стоимостью, то потенциальные покупатели откажутся от заключения сделки по покупке вышеуказанного актива. Конкурсному управляющему придется продавать активы по отдельности (сроки конкурсного производства не позволяют бесконечно проводить торги), что в итоге приведет к физической ликвидации производственного комплекса и сделает невозможным его переход в руки эффективного собственника.

И наоборот, необоснованно заниженная стоимость имущественного комплекса предприятия-должника также «ударит по карману кредиторов», так как в этом случае использование оценочных методов помогло бы найти реальную стоимость и, соответственно, увеличить конкурсную массу.

Оценка стоимости играет немаловажную роль в арбитражном управлении на различных стадиях процедуры банкротства:

- на стадии наблюдения временный управляющий с помощью оценки стоимости определяет рыночную стоимость предприятия, на котором ему предстоит работать;

- на стадии внешнего управления внешний управляющий для определения дальнейшего протекания процесса банкротства, с помощью метода дисконтированных денежных потоков может просчитать в плане внешнего управления варианты развития предприятия в зави-

симости от суммы и условий инвестирования, либо с помощью метода чистых активов показать реальную стоимость предприятия;

- на стадии конкурсного производства конкурсный управляющий с помощью метода ликвидационной стоимости составляет календарный график реализации активов предприятия и рассчитывает ликвидационную стоимость бизнеса.

Антикризисным управляющим совершенно необходимо разбираться в основных методах и подходах к оценке стоимости предприятия, знать законодательную базу в области оценочной деятельности для осуществления эффективного руководства предприятием в условиях кризисной экономики.

Тема 18. МЕТОДЫ ПОВЫШЕНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

План

18.1. Место и роль оценки бизнеса в системе управления стоимостью предприятия.

18.2. Специфика оценки бизнес-направлений и бизнес-единиц в системе управления стоимостью предприятия.

18.3. Современные технологии оценки предприятия (бизнеса).

18.4. Основные методы и пути повышения рыночной стоимости предприятия.

18.1. Место и роль оценки бизнеса в системе управления стоимостью предприятия

В современных условиях белорусские компании все активнее интегрируются в мировое хозяйство и вступают в конкурентные отношения с западными фирмами. Для успешного решения задач повышения конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности отечественных предприятий необходимо увеличение их стоимости.

Широко известные и используемые в деловом мире концепции и модели управления можно подразделить на две большие группы:

1. Балансовые (или бухгалтерские). Бухгалтерские концепции и модели управления ориентируют менеджеров, главным образом, на получение максимальной величины прибыли, зачастую в ущерб достижению других важных результатов. Максимизация прибыли не дает компании возможности обеспечить конкурентные преимущества

в долгосрочной перспективе и, кроме того, основывается на бухгалтерских показателях, не позволяющих учесть индивидуальные стоимостные характеристики компании и имеющих ретроспективный характер, т. е. отражающих прошлое, а не будущее.

2. Экономические (рыночные) концепции и модели управления бизнесом позволяют преодолеть эти недостатки. Они ориентированы прежде всего на максимизацию стоимости предприятия (компании). Созданная стоимость – важнейший показатель результатов деятельности управляющих предприятия, для его достижения необходимо сосредоточиться на денежных потоках в долгосрочной перспективе, а не на краткосрочных изменениях прибыли в расчете на акцию.

Концепции (все модели) управления стоимостью имеют два основных аспекта:

- во-первых, это структурная перестройка, позволяющая реализовать внутренний потенциал роста стоимости;
- во-вторых, после реорганизации приоритеты развития бизнеса осуществляются исходя из принципов создания стоимости, переориентации системы планирования, учета, анализа и оценки результатов деятельности и материального поощрения на показатель стоимости для акционеров; установление взаимоотношений с инвесторами на основе стоимости.

Концепция стоимости базируется на следующих принципах:

- Наиболее приемлемый показатель, позволяющий адекватно оценить деятельность компании, – это поток денежных средств, генерируемый компанией.
- Новые капиталовложения компании должны осуществляться только при условии, что они создают новую стоимость. А создают стоимость новые инвестиции только тогда, когда рентабельность этих вложений выше затрат на привлечение капитала на эти вложения.
- В изменяющихся условиях окружающей экономической среды сочетание активов компании должно меняться с целью обеспечения максимального роста стоимости компании.
- Отказ от традиционных бухгалтерских показателей, выражающих текущее финансовое состояние компании и ее финансовые результаты.

Для реализации концепций управления стоимостью на практике должны соблюдаться следующие требования:

1. Внедрение системы управления стоимостью должно быть инициативой, исходящей от высшего руководства предприятия, при полной поддержке этого процесса.

2. Поскольку стоимость становится главным критерием эффективности бизнеса, то вознаграждение менеджмента должно привязываться к стоимости.

ваться к ее изменению. Именно это позволит рассматривать решения с точки зрения их влияния на стоимость предприятия. Таким образом, в сознании менеджеров появится новая система ценностей, направленная на выявление скрытых резервов увеличения стоимости.

Концепция стоимости бизнеса и система управления предприятием на основе стоимости для своей успешной реализации должны располагать рядом инструментов, позволяющих эту стоимость оценить с максимальной точностью. Наиболее эффективным инструментом является оценка стоимости.

Именно стоимостная оценка позволяет получить полную достоверную картину стоимости бизнеса. Оценка бизнеса в системе управления стоимостью предприятия играет роль постоянного мониторинга достигнутой величины стоимости, способствует установлению величины разрыва между потенциальной и действительной стоимостью предприятия, а также величиной капитализации на фондовом рынке. Своевременно и правильно определенная величина стоимости предприятия является основой для принятия обоснованных управленческих решений, ведущих к увеличению стоимости предприятия, повышению его конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности.

Таким образом, в системе управления стоимостью предприятия оценка позволяет решать следующие задачи:

1. Определить исходную или действительную величину стоимости бизнеса.
2. Определить стоимостный разрыв между фундаментальной (внутренней) и действительной стоимостью.
3. Выявить факторы роста стоимости и степень их влияния на величину рыночной стоимости.
4. Рассчитать величину потенциальной стоимости и проследить ее динамику в зависимости от использования внутренних и внешних резервов и улучшений.
5. Спрогнозировать величину синергического эффекта и изменения стоимости в результате реструктуризации и реорганизации предприятия.

18.2. Специфика оценки бизнес-направлений и бизнес-единиц в системе управления стоимостью предприятия

Современный бизнес, осуществляемый в рамках различных организационно-правовых форм, предполагает скоординированное действие различных взаимосвязанных элементов. В зависимости от организационной формы бизнес-системы, в качестве таковых могут выступать структурные подразделения с различной степенью организа-

ционной и финансовой самостоятельности. Управление стоимостью предприятия (компании), в состав которого входят такие подразделения, предполагает постатейный контроль не только за их деятельностью, но и за величиной стоимости.

Стоимость, создаваемая каждым подразделением (бизнес-единицей или бизнес-направлением), существенным образом сказывается на величине рыночной стоимости бизнес-системы в целом.

Такой подход позволяет выявить как стратегические проблемы, с которыми сталкивается предприятие, так и имеющиеся у него возможности наращивания стоимости.

Для того чтобы понять, какие из деловых единиц создают, а какие уничтожают стоимость, можно применить такой метод оценки, как дисконтирование денежного потока. Этим методом можно воспользоваться при проведении аутсайдерской оценки на основе общедоступной публичной информации, а также при инсайдерской оценке, которая основывается на внутренней информации компании. В любом случае суть оценки заключается в том, что составляется прогноз денежного потока, который затем дисконтируется по затратам на капитал, причем эту операцию можно проделать для каждой бизнес-единицы.

Методы оценки, базирующиеся на дисконтировании денежных потоков, являются наиболее простыми и распространенными моделями оценки. При этом денежные потоки используются в качестве «контрольных» величин в системе управления стоимостью компании для формирования вывода о степени эффективности принимаемых решений.

Расчет величины стоимости бизнеса проводится по формуле

$$\begin{aligned} \text{Стоимость бизнеса} = & \text{Сумма текущих стоимостей будущих} \\ & \text{денежных потоков} + \text{Рыночная стоимость избыточных активов} + (-) \\ & + (-) \text{Излишек : Дефицит собственного оборотного капитала.} \end{aligned}$$

Несмотря на кажущуюся простоту модели, существует несколько методологических особенностей.

Каждому из денежных потоков соответствует своя ставка дисконтирования. При этом должно четко соблюдаться соответствие типа ставки дисконтирования типу денежного потока – номинальной (реальной) ставке дисконтирования должен соответствовать номинальный (реальный) денежный поток; рублевому (валютному) денежному потоку должна соответствовать рублевая (валютная) ставка дисконтирования. Если денежный поток рассчитывается с учетом налогообложения, то и ставка дисконтирования должна браться на посленалоговой основе.

Оценщику также важно помнить, что существуют два способа учета рисков (либо составляющих денежного потока), – в ставке дисконтирования и в денежном потоке. При этом важно помнить, что один и тот же компонент не должен учитываться дважды, таким образом, отметим следующее:

- Существование «многовариантности» денежных потоков обусловлено использованием их не только как инструмента определения стоимости компании, но и как инструмента, позволяющего управлять ею путем отслеживания изменения стоимости и дальнейшего принятия максимально рационального управленческого решения.

- Необходимо помнить, что принятие решения об использовании того или иного вида денежного потока, в первую очередь, обусловлено целью оценки.

- При использовании моделей денежных потоков важно помнить о корректности расчета и о правильности использования величин, участвующих в расчете ставки дисконтирования, также необходимо принимать во внимание, что в случае наличия допущения стабильности можно использовать капитализацию.

- В нашей практике корректное использование моделей CAPM (с англ. Capital Asset Pricing Model – «модель ценообразования активов») и WACC (с англ. Weighted average cost of capital – «средневзвешенная стоимость капитала») затруднено из-за ограниченных объемов фондового рынка и отсутствия данных по рыночным котировкам акций и облигаций оцениваемой компании; в силу этой особенности возникают «технические» корректировки, вызванные использованием данных по компаниям-аналогам либо среднеотраслевых значений.

- Необходимо учитывать, что ставка дисконтирования для дочерней и материнской компаний в случае оценки структурно-сложной компании совпадать не может, при этом особую актуальность WACC принимает при оценке бизнеса как инвестиционного проекта.

- В теории, когда фондовый рынок абсолютно эффективен и соблюдается информационная гипотеза, согласно которой вся информация о перспективах компании доступна инвесторам и уже нашла свое отражение в цене акции компании, – величина рыночной стоимости компании и рыночной капитализации совпадают.

Выбор конкретной модели в качестве базовой при расчете стоимости зависит прежде всего от следующего:

- цели оценки (какой результат должен быть получен (стоимость собственного капитала или инвестированного));

- исходной информации (так как каждая из трех моделей делает свой акцент на необходимой информации, и поэтому оценщик должен выбрать модель оценки исходя из доступности и достоверности открытой информации);
- от того, какие скрытые резервы стоимости оценщик предполагает обнаружить в процессе управления стоимостью компании.

18.3. Современные технологии оценки предприятия (бизнеса)

Эффективным дополнением к рассмотренным традиционным подходам и методам оценки бизнеса являются сравнительно новые методы оценки, получившие распространение в западных странах.

Среди таких методов выделяются наиболее популярные и эффективные:

- модель оценки реальных опционов;
- построение имитационных моделей (или анализ на основе метода Монте-Карло);
- метод «дерева решений».

Модель оценки реальных опционов, получившая достаточно широкое распространение, главным образом в США и Великобритании, в нашей стране используется на практике не очень часто. Данное обстоятельство связано со следующим:

1. Практическая реализация модели предъявляет весьма жесткие требования к достоверности и полноте используемой информации.

2. Сама модель не достаточно адаптирована к нашим условиям. Однако, благодаря возможности более точного и долгосрочного прогнозирования, а также благодаря использованию более широкого выбора математических приемов и алгоритмов, данная модель получила широкое распространение и во многих консалтинговых и оценочных компаниях.

Среди аналитиков в сфере оценки бизнеса при использовании модели оценки реальных опционов наибольшей популярностью пользуется формула Блэка – Скоулза. Разработанная для оценки стоимости акций на фондовом рынке, эта формула основана на предпосылке, что цена опциона на покупку актива (акции на фондовом рынке) должна быть такова, чтобы доходность полностью хеджированного портфеля акций равнялась доходности по безрисковым активам.

Применение данной формулы для оценки бизнеса основано на допущении, что под ценой актива понимается текущая стоимость (активов) оцениваемой компании, а под стоимостью исполнения опциона – номинальная стоимость долга. При этом под исполнением опциона понимается гипотетическая ликвидация компании с погашением всей имеющейся задолженности за счет имеющихся у нее активов.

Оценка на основе имитационного моделирования предполагает построение моделей, которые имитируют поведение компании (по сути, ее стоимость) в зависимости от принятия в течение исследуемого периода времени определенных управленческих решений. При этом применяют модели как включающие элемент неопределенности – вероятностные модели, так и исключающие влияние неопределенности (детерминистские модели).

Применение такой имитационной модели распределения стоимости капитала позволяет не только сравнивать результаты принятия различных управленческих и инвестиционных решений, но и анализировать уровень риска при осуществлении объектом оценки своей деятельности через анализ таких показателей, как математическое ожидание, стандартное отклонение, дисперсия, допустимые интервалы и вероятность убытков. Сама процедура определения распределения вероятностей заключается в многократном определении стоимости капитала при изменении поочередно каждого из изменяемых параметров в рамках заданных экстремумов.

Метод «дерева решений» применяется для анализа стоимости компаний с учетом гибкости в принятии управленческих решений. Суть данного метода заключается в том, что на базе «дерева событий»

т. е. графика в виде «ветвистого дерева», показывающего вероятное поведение стоимости капитала в случае принятия того или иного управленческого решения, строится «дерево решений».

Узловые точки (сочленения) этого «дерева» показывают благоприятный и неблагоприятный исходы, а вероятности каждого исхода показаны «ветвями». Основное отличие «дерева решений» от «дерева событий» состоит в том, что в него заложена возможность в узловых точках принимать решения (после того, как аналитик получил информацию о происходящем и до принятия решения о следующем шаге). Если, например, первый период закончился неблагоприятным исходом, то руководитель компании может принять решение о прекращении проекта, с тем чтобы избежать еще больших потерь при дальнейшей реализации предыдущего решения. Это «классическое дерево решений».

Для решения модели реальных опционов применяется разновидность «дерева решений», которая позволяет при определении возможных направлений изменения деятельности оцениваемой компании в узловых точках руководствоваться анализом наличия сопоставимых активов с эквивалентным риском, на основе которых определяется соответствующая ставка дисконта.

При этом дополнительную гибкость в принятии управленческих решений компании придает использование в процессе создания «дерева решений» таких параметров, как возможности отсрочки реализации решения (проекта), прекращения деятельности актива, возможность отсрочки развития деятельности актива (например, разработки месторождения), увеличения масштабов деятельности компании и уменьшения масштабов, смены деятельности компании и т. п.

Все эти параметры деятельности компании закладываются в алгоритм принятия решения и учитываются в ходе формирования «дерева решений». Естественно, не нужно закладывать все возможности одновременно. Можно и нужно использовать те опционы, которые характерны для данной компании или выбраны данным инвестором. Следует заметить, что такая модель реальных опционов с использованием метода «дерева решений» является довольно популярной для оценки добывающих компаний, а также новых высокотехнологичных и связанных с использованием сети «Интернет» компаний.

Методы, основанные на теории моделирования и опционного анализа, позволяют просчитать экономический эффект от стратегических решений инвестора, заложить в расчеты необходимые параметры деятельности оцениваемого предприятия, более подробно и точно провести анализ инвестиционной программы и выбрать оптимальный инвестиционный план. Применение данного подхода облегчает профессиональному консультанту (оценщику) анализ структуры капитала оцениваемой компании.

Перед финансовой наукой и практикой сегодня стоит важная задача: путем тщательного изучения и анализа всех факторов стоимости оцениваемой компании, используя весь имеющийся математический аппарат, глубоко продумывая каждый шаг своего «дерева решений», создавать и совершенствовать ту модель оценки, которая давала бы возможность получать реальные, объективные результаты, позволяла бы эффективно управлять стоимостью компании, повышать благосостояние ее акционеров, т. е. сделать в конечном итоге труд консультанта и оценщика полезным, объективным и востребованным в современных реалиях.

18.4. Основные методы и пути повышения рыночной стоимости предприятия

Переход к новой стоимостной концепции управления обуславливает необходимость выявления факторов роста стоимости предприя-

тия, воздействуя на которые, менеджеры могли бы достичь желаемых результатов.

Факторы стоимости можно разделить на две группы:

- *Внешние факторы* (факторы, не подлежащие воздействию со стороны менеджмента компании). Невозможность воздействия на внешние факторы вовсе не означает, что менеджеры не могут предвидеть их изменения и минимизировать негативные последствия либо максимизировать выгоды. Задача менеджмента состоит в том, чтобы «защитить» стоимость своей компании от колебания внешних факторов как можно в большей степени.

- *Внутренние факторы* (факторы, подвластные менеджменту). Система внутренних факторов стоимости представляет собой совокупность показателей деятельности предприятия и отдельных его единиц. Показатели детализируются для каждого уровня управления, при этом каждое подразделение отвечает за те факторы стоимости, на которые оно может воздействовать.

Чтобы факторами стоимости можно было пользоваться, надо установить их соподчиненность, степень влияния каждого фактора на стоимость предприятия, назначить ответственных лиц. Некоторые факторы стоимости нельзя рассматривать в отрыве друг от друга (например, классическая связка – $\frac{\text{Цена}}{\text{Объем продаж}}$). При этом в процессе

развития организации может изменяться степень влияния конкретного фактора, его оптимальное, с точки зрения максимизации стоимости, значение – все это должно учитываться менеджментом. Также должны активно использоваться инструменты bench-marking для отслеживания ключевых факторов стоимости и поведения конкурентов.

Таким образом, стоимость предприятия можно конструировать двумя основными способами – воздействуя на состав и структуру активов с целью увеличения денежных потоков и воздействуя на состав и структуру обязательств с целью снижения затрат на привлеченный капитал.

Существует два основных направления поиска резервов стоимости компании – воздействие на состав и структуру активов компании с целью увеличения генерируемых этими активами денежных потоков и воздействие на состав и структуру пассивов компании с целью снизить затраты на привлеченный капитал.

Для обеспечения роста стоимости бизнеса его функционирование должно базироваться на оптимальном сочетании объема продаж, получаемой прибыли и финансовых ресурсах, что в значительной сте-

пени определяется внешними условиями функционирования предприятия: макроэкономическими и отраслевыми факторами.

Основные факторы, способные повлиять на рост стоимости предприятия следующие:

- время получения доходов;
- объемы реализации;
- себестоимость реализованной продукции;
- соотношение постоянных и переменных затрат;
- собственные оборотные средства;
- основные средства;
- соотношение собственных и заемных средств в структуре капитала;
- стоимость привлечения капитала;
- эффективные управленческие решения (в частности, внедрение инновационного инструментария).

Воздействие на те или иные факторы в целях управления стоимостью осуществляется в соответствии с операционными, инвестиционными и финансовыми стратегиями развития предприятия.

Для достижения цели «рост стоимости предприятия» менеджер должен ориентироваться не на текущие показатели дохода от бизнеса, а на долговременные денежные потоки, с точки зрения того, приносит ли бизнес доход, превышающий стоимость привлеченного капитала.

В целом процесс разработки стратегии по увеличению стоимости предприятия представляет собой следующие последовательные этапы:

1. Анализ предприятия «как есть», без учета видимых изменений.
2. Определение фактической стоимости предприятия.
3. Выявление влияющих на стоимость факторов.
4. Разработка стратегии по увеличению стоимости на основе внутренних факторов:

- поиск внутренних возможностей роста стоимости (улучшение финансового состояния на основе финансового анализа, поиск внутренних резервов повышения эффективности работы предприятия);

- определение потенциальной стоимости с учетом внутренних улучшений.

5. Разработка направлений организационной и финансовой реструктуризации.

6. Определение вариантов потенциальной стоимости с учетом внутренних и внешних улучшений.

7. Разработка оптимальной стратегии по максимальному увеличению стоимости предприятия.

Основные направления реализации стратегии следующие:

- разработка действенной функционально-слаженной структуры управления;

- развитие особо важных направлений деятельности предприятия;
- поддержка действенности системы поощрения и стимулирования персонала для достижения поставленной цели;
- повышение корпоративной культуры;
- совершенствование кадровой политики;
- постоянное совершенствование направлений повышения стоимости в соответствии с изменяющимися условиями внешней и внутренней среды.

Как видно из перечисленных направлений, значительное внимание уделяется персоналу. Персонал – элемент оценки стоимости предприятия. Для достижения максимизации стоимости предприятия должна существовать слаженная команда, стремящаяся к созданию стоимости.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Антикризисное управление : учеб. / под ред. Э. М. Короткова. – М. : ИНФРА-М, 2003. – 432 с.

Бланк, И. А. Антикризисное финансовое управление предприятием : учеб. / И. А. Бланк. – Киев : Эльга, 2006. – 672 с.

Булычева, Г. В. Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий : учеб. пособие / Г. В. Булычева, В. В. Демшин. – М. : Финансовая академия, 1999. – 212 с.

Валдайцев, С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия : учеб. пособие / С. В. Валдайцев. – М. : ЮНИТИ-Дана, 2001. – 720 с.

Грибовский, С. В. Оценка доходной недвижимости : учеб. пособие для вузов / С. В. Грибовский. – СПб : Питер, 2001. – 336 с.

Грязнова, А. Г. Оценка недвижимости : учеб. / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова. – М. : Финансы и статистика, 2004. – 504 с.

Десмонд, Г. М. Руководство по оценке бизнеса / Г. М. Десмонд, Р. Э. Келли. – М. : РОО, 1996. – 330 с.

Джеймс Р. Хитчнер. Три подхода к оценке стоимости бизнеса : учеб. пособие / Джеймс Р. Хитчнер. – М. : Маросейка, 2008. – 304 с.

Донцова, Л. В. Анализ финансовой отчетности : учеб. / Л. В. Донцова, Н. А. Никифорова. – 6-е изд., перераб. и доп. – М. : Дело и Сервис, 2008. – 446 с.

Есипов, В. Е. Оценка бизнеса : учеб. пособие / В. Е. Есипов, В. В. Маховиков, В. В. Терехов. – 2-е изд. – СПб. : Питер, 2008. – 320 с.

Жарковская, Е. П. Антикризисное управление : учеб. / Е. П. Жарковская, Б. Е. Бродский. – 3-е изд., испр. и доп. – М. : Омега-Л, 2007. – 356 с.

Об экономической несостоятельности (банкротстве) : Закон Респ. Беларусь от 18 июля 2000 г. № 423-З // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – 2000. – № 73. – С. 11–89.

Иванова, Е. Н. Оценка стоимости недвижимости [Электронный ресурс]. – Электрон. тестовые дан. и прогр. – М. : КноРус, 2010. – 1 электрон. опт. диск (CD-ROM).

Иванова, Е. Н. Оценка стоимости недвижимости : учеб. пособие / Е. Н. Иванова. – М. : КноРус, 2008. – 344 с.

Козырь, Ю. В. Стоимость компании : оценка и управленческие решения / Ю. В. Козырь. – М. : Альфа-пресс, 2004. – 325 с.

Коупленд, Т. Стоимость компаний : оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – 2-е изд. – М. : Олимп-Бизнес, 2000. – 576 с.

Об оценочной деятельности в Республике Беларусь : Указ Президента Респ. Беларусь от 13 окт. 2006 г. № 615 // Совет. Белоруссия. – 2006. – 17 окт. – С. 2.

Об утверждении Положения о порядке проведения аттестации оценщиков и Положения о порядке ведения государственного реестра оценщиков : постановление Совета Министров Респ. Беларусь от 5 февр. 2007 г. № 148 // Рэспубліка. – 2007. – 15 лют. – С. 1–5.

Организация и методы оценки предприятия (бизнеса) : учеб. / под ред. В. И. Кошкина. – М. : ЭКМОС, 2002. – 944 с.

Организация и методы оценки предприятия (бизнеса) : учеб. / под ред. В. М. Кокошина. – М. : ЭКМОС, 2005. – 398 с.

Оценка бизнеса : учеб. для вузов / под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. – М. : Финансы и статистика, 2007. – 512 с.

Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учеб. пособие / под ред. Н. А. Абдулаева, Н. А. Колайко. – М. : ЭКМОС, 2000. – 352 с.

Оценочная деятельность в экономике : учеб. пособие для вузов / под общ. ред. В. М. Джухи, В. Д. Киреева. – М. : МарТ, 2003. – 304 с.

Попков, В. П. Оценка бизнеса. Схемы и таблицы. Правовые аспекты. Виды стоимости предприятия : учеб. пособие / В. П. Попков, Е. В. Евстафьева. – СПб. : Питер, 2007. – 352 с.

Рутгайзер, В. М. Оценка стоимости бизнеса : учеб. пособие / В. М. Рутгайзер. – 2-е изд. – М. : Маросейка, 2008. – 432 с.

Симионов, Ю. Ф. Экономика недвижимости : учеб. пособие для вузов / Ю. Ф. Симионов, Л. Б. Домрачев. – Ростов н/Д : МарТ, 2004. – 224 с.

Симионова Н. Е. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учеб. пособие / Н. Е. Симионова. – М. : МарТ, 2004. – 464 с.

Соловьев, М. М. Оценочная деятельность : учеб. пособие для вузов / М. М. Соловьев. – М. : ГУ ВШЭ, 2002. – 224 с.

Справочник по оценке бизнеса. Среднеотраслевые характеристики финансовой деятельности предприятий / Приволж. центр финансового консалтинга и оценки. – Н. Новгород : Новгород, 2007. – 512 с.

Тарасевич, Е. И. Оценка недвижимости : учеб. пособие / Е. И. Тарасевич. – СПб. : СПбГТУ, 1997. – 158 с.

Фишмен, Д. Руководство по оценке стоимости бизнеса : учеб. / Д. Фишмен, Ш. Пратт, К. Гриффит, К. Уилсон ; пер. с англ. Л. И. Лопатникова; под ред. В. М. Рутгайзера. – М. : Квинто-Консалтинг, 2000. – 338 с.

Фридман, Дж. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости : учеб. пособие / Дж. Фридман, Н. Ордуэй ; пер. с англ. В. Н. Лаврентьева [и др.]. – М. : Дело, 1997. – 480 с.

Царев, В. В. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология : учеб. пособие / В. В. Царев, А. А. Кантарович. – М. : ЮНИТИ-Дана, 2003. – 128 с.

Щербаков, В. А. Оценка стоимости предприятий (бизнеса) : учеб. пособие / В. А. Щербаков, Н. А. Щербакова. – Новосибирск : НГТУ, 2007. – 128 с.

Щербакова, Н. А. Экономика недвижимости : учеб. пособие / Н. А. Щербакова. – Ростов н/Д : Феникс, 2002. – 318 с.

Щитникова, И. В. Экономическая оценка имущества предприятия : учеб. пособие для вузов / И. В. Щитникова. – М. : Универсум Пабблишинг, 2005. – 272 с.

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	3
Раздел 1. Концептуальные основы оценки предприятия	4
Тема 1. Экономическая оценка предприятия в условиях инновационной экономики	4
Тема 2. Понятие, цели и принципы организации экономической оценки предприятия	8
Тема 3. Основные понятия, применяемые в экономической оценке предприятия	22
Тема 4. Информационное обеспечение экономической оценки предприятия	27
Тема 5. Оценка эффективности хозяйственной деятельности предприятия как база для определения его стоимости	42
Тема 6. Доходный подход к оценке стоимости предприятия	54
Тема 7. Сравнительный подход к оценке стоимости предприятия	71
Тема 8. Затратный подход к оценке стоимости предприятия	82
Тема 9. Оценка стоимости ценных бумаг и акций	97
Тема 10. Оценка маркетинговой деятельности предприятия	108
Раздел 2. Экономическая оценка стоимости предприятия	116
Тема 11. Оценка объектов недвижимости	116

Тема 12. Оценка стоимости товарно-материальных запасов	136
Тема 13. Методы и модели оценки человеческого капитала предприятия.....	148
Тема 14. Итоговая величина стоимости предприятия.....	167
Тема 15. Критерии оценки несостоятельности (банкротства) предприятия.....	178
Тема 16. Оценка стоимости предприятия в особых целях.....	188
Тема 17. Оценка стоимости предприятия в системе антикризисного управления.....	197
Тема 18. Методы повышения рыночной стоимости предприятия....	207
Список литературы	217

Учебное издание

Дробышевский Леонид Николаевич

**ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА
ПРЕДПРИЯТИЯ**

Курс лекций

**для студентов специальности 1-25 01 07 «Экономика
и управление на предприятии» специализации 1-25 01 07 11
«Экономика и управление на предприятии промышленности»**

Редактор В. В. Суздальова

Технический редактор Т. В. Гавриленко

Компьютерная верстка И. А. Козлова

Подписано в печать 03.10.12. Бумага типографская № 1.
Формат 60 × 84 ¹/₁₆. Гарнитура Таймс. Ризография.
Усл. печ. л. 12,79. Уч.-изд. л. 14,00. Тираж 160 экз.
Заказ №

Учреждение образования

«Белорусский торгово-экономический университет
потребительской кооперации».

246029, г. Гомель, просп. Октября, 50.

ЛИ № 02330/0494302 от 04.03.2009 г.

Отпечатано в учреждении образования

«Белорусский торгово-экономический университет
потребительской кооперации».

246029, г. Гомель, просп. Октября, 50.

**БЕЛКООПСОЮЗ
УЧРЕЖДЕНИЕ ОБРАЗОВАНИЯ
«БЕЛОРУССКИЙ ТОРГОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ ПОТРЕБИТЕЛЬСКОЙ КООПЕРАЦИИ»**

Л. Н. ДРОБЫШЕВСКИЙ

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА ПРЕДПРИЯТИЯ

**Курс лекций
для студентов специальности 1-25 01 07 «Экономика
и управление на предприятии» специализации 1-25 01 07 11
«Экономика и управление на предприятии промышленности»**

Гомель 2012